

Załącznik 3.

## **AUTOREFERAT**

**Bogna Kaźmierska-Józwiak**

Katedra Finansów i Strategii Przedsiębiorstwa

Wydział Zarządzania

Uniwersytet Łódzki

Łódź, kwiecień 2019

<b>1. Imię i nazwisko .....</b>	<b>3</b>
<b>2. Posiadane dyplomy, stopnie naukowe .....</b>	<b>3</b>
<b>3. Informacje o dotychczasowym zatrudnieniu w jednostkach naukowych .....</b>	<b>3</b>
<b>4. Wskazanie osiągnięcia wynikającego z art. 16 ust. 2 ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz. U. 2016 poz. 882 ze zm. w Dz. U. z 2016 poz. 1311.) .....</b>	<b>3</b>
4.1. Tytuł osiągnięcia naukowego .....	3
4.2. Praca stanowiąca osiągnięcie naukowe .....	3
4.3. Cel naukowy oraz hipotezy badawcze .....	4
4.4. Metodyka badań .....	8
4.5. Uzyskane wyniki .....	11
<b>5. Omówienie pozostałych osiągnięć naukowo-badawczych .....</b>	<b>17</b>
<b>6. Podsumowanie dorobku i osiągnięć naukowo-badawczych .....</b>	<b>25</b>
<b>7. Działalność dydaktyczna, popularyzatorska i organizacyjna .....</b>	<b>28</b>
<b>8. Podsumowanie aktywności międzynarodowej .....</b>	<b>30</b>
<b>9. Literatura .....</b>	<b>31</b>

**1. Imię i nazwisko:** Bogna Małgorzata Kaźmierska-Jóźwiak

**2. Posiadane dyplomy, stopnie naukowe**

- Doktor nauk ekonomicznych w zakresie nauk o zarządzaniu, Uniwersytet Łódzki, Wydział Zarządzania, czerwiec 2005. Tytuł rozprawy doktorskiej: Ocena efektywności fuzji i przejęć przedsiębiorstw. Promotor w przewodzie doktorskim: prof. zw. dr hab. Jerzy Róžański
- Magister ekonomii, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, kierunek: finanse i bankowość, specjalność: finanse, Łódź, 1996 rok. Tytuł pracy magisterskiej: *Polityka pieniężna jako instrument interwencjonizmu państwowego w gospodarce rynkowej*. Praca napisana pod kierunkiem naukowym dr hab. Mirosława Wypycha, prof. UŁ
- Magister matematyki, Uniwersytet Łódzki, Wydział Matematyki-Fizyki-Chemii, kierunek: matematyka, specjalność: zastosowania matematyki, Łódź, 1994 rok. Tytuł pracy magisterskiej: *Hiperpowierzchnie wypukłe w przestrzeni  $n+1$  wymiarowej*. Praca napisana pod kierunkiem naukowym dr hab. Antoniego Pierzchalskiego prof. UŁ.

**3. Informacje o dotychczasowym zatrudnieniu w jednostkach naukowych**

- Adiunkt, Uniwersytet Łódzki, Wydział Zarządzania, Katedra Finansów i Strategii Przedsiębiorstwa (od 1 kwietnia 2014 zmiana nazwy, wcześniej Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem), Zakład Zarządzania Finansami Przedsiębiorstwa, okres zatrudnienia: od 01.10.2006 do chwili obecnej.
- Adiunkt, Społeczna Akademia Nauk w Łodzi, Katedra Zarządzania, okres zatrudnienia: 01.10.2005-30.09.2013 (w roku 2010/2011 umowa o pracę, w pozostałych latach umowa cywilno-prawna).
- Asystent, Uniwersytet Łódzki, Wydział Zarządzania, Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem, Zakład Ekonomiki Przedsiębiorstwa, okres zatrudnienia: od 1.11.1996 do 30.09.2006.

**4. Wskazanie osiągnięcia wynikającego z art. 16 ust. 2 ustawy z dnia 14 marca 2003 roku o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz. U. 2016 r. poz. 882 ze zm. w Dz. U. z 2016 r. poz. 1311.)**

**4.1. Tytuł osiągnięcia naukowego**

Monografia naukowa pt.: *Polityka wypłat na rzecz akcjonariuszy. Determinanty - reakcja rynku - ocena*.

**4.2. Praca stanowiąca osiągnięcie naukowe**

Jako osiągnięcie wynikające z ustawy z art. 16 ust. 2 ustawy z dnia 14 marca 2003 roku o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz. U. 2016 r. poz. 882 ze zm. w Dz. U. z 2016 r. poz. 1311) wskazuję monografię:

Kaźmierska-Jóźwiak B. (2019), *Polityka wypłat na rzecz akcjonariuszy. Determinanty - reakcja rynku - ocena*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego. ISBN: 978-83-8142-541-4.

### 4.3. Cel naukowy oraz hipotezy badawcze

Do podjęcia pracy nad monografią na temat polityki wypłat polskich niefinansowych spółek giełdowych skłoniły mnie wyniki moich wcześniejszych badań prowadzonych w tym obszarze oraz spostrzeżenia wynikające ze studiów literaturowych. Realizując te badania oraz analizując literaturę zauważyłam, że zarówno na gruncie krajowym, europejskim, jak i światowym niewiele jest opracowań podejmujących tematykę wypłat spółek na rzecz akcjonariuszy kompleksowo, to znaczy analizujących zarówno problematykę dywidend, jak i zagadnienia związane z nabywaniem akcji własnych.

Taki stan rzeczy może być pochodną kilku czynników. Po pierwsze, istotne jest iż nabywanie akcji własnych jest wciąż stosunkowo nowym rozwiązaniem prawnym. Ponadto, przyczyny niedostatecznego eksplorowania omawianego zagadnienia mogą wynikać z trudnego dostępu do danych na temat programów nabywania akcji własnych przez spółki. Taki wniosek nasuwa się po przeprowadzeniu własnego badania empirycznego, bowiem dostępność danych okazała się barierą badawczą, a w efekcie czynnikiem istotnie wydłużającym proces badawczy. Nie ma bowiem bazy, która zawierałaby pełne informacje na ten temat. W bazie Thomson Reuters, do której miałam dostęp, istnieje możliwość wyszukania wartości zmiennej *Share repurchase* (dane na temat kwot, jakie spółki wydały na nabycie akcji własnych w danym roku obrotowym), jednak tylko dla bardzo niewielkiej liczby spółek (około 6% populacji spółek notowanych na GPW w Warszawie). W bazie Eikon Thomson Reuters brak jest z kolei jednolitego nazewnictwa zmiennej, która opisuje wartość środków przeznaczonych przez spółki na nabycie akcji własnych. W przypadku różnych spółek można spotkać się z różnymi określeniami, np. *Purchase of treasury shares*, *Shared retired*, *Repurchase/Retirement of common/preferred*, *Repurchase of common*. Brak ujęcia tych danych w jednej bazie sprzeczne prowadzi do konieczności ich zbierania w sposób „ręczny”, przez monitorowanie raportów bieżących spółek, analizowanie uchwał walnych zgromadzeń akcjonariuszy, analizowanie sprawozdań finansowych spółek.

Analizując dotychczasowy stan badań nad problematyką polityki wypłat szczególną uwagę zwróciłam na opracowania analizujące determinanty skłonności spółek do realizacji wypłat na rzecz akcjonariuszy. Zauważyłam, że przeważają badania skupiające się albo na problematyce dywidend (modele opisujące skłonność spółek do wypłaty dywidendy, np. Lintner, 1956; Denis i Osobov, 2008; DeAngelo, DeAngelo i Stulz, 2006; Desai i Jin, 2011; Hail i inni, 2014; He i inni, 2017) lub na problematyce nabywania akcji własnych (Dittmar, 2000; Hribar, Jenkins i Johnson, 2006; Lee, Ejara i Gleason, 2010; Andriosopoulos i Hoque, 2013). Jedynie nieliczne badania obejmują swoim zasięgiem zarówno obszar dywidend, jak i obszar nabywania akcji własnych. Z tego punktu widzenia na uwagę zasługują prace następujących autorów: Muraliego Jagannathana, Clifforda P. Stephensa i Michaela S. Weisbacha (2000),

Gustavo Grullona i Roniego Michaelya (2002), D.J. Skinnera (2008), Henka Von Eije i Williama L. Megginsona (2008), Luca Rennebooga i Grzegorza Trojanowskiego (2011), Marcusa Jacoba i Martina Jacoba (2013) czy Nicolene Wesson z zespołem (2018).

Na gruncie krajowym, według mojej najlepszej wiedzy, jedynie badanie Bożeny Horbaczewskiej (2012) obejmuje szeroko pojętą problematykę wypłat inwestorskich, jednak w kontekście wpływu na wyceny akcji na rynku kapitałowym. Badaniem objęto grupę 21 spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2003–2010. Pozostałe badania podejmują albo problematykę determinant polityki dywidend, albo nabywania akcji własnych. Wśród badaczy zajmujących się powyższym zagadnieniem wymienić należy przede wszystkim Mieczysława Kowerskiego (2011). Badania poświęcone motywom nabywania akcji własnych na rynku polskim w latach 2004–2009 przeprowadziła Aleksandra Pieloch (2012).

Mieczysław Kowerski (2011) jest autorem niezwykle obszernego badania poświęconego problematyce ekonomicznych uwarunkowań decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne na przykładzie firm notowanych na GPW w Warszawie w latach 1996–2009. Analizy, w których zastosowano logitowe modele przekrojowo-czasowe, objęły zbiory danych przekrojowych dla 14 lat (2263 obserwacje). Badania potwierdziły, że w latach 1996–2009 decyzje o wypłacie dywidendy chętniej podejmowały spółki, które w poprzednim roku były bardziej rentowne, większe, dojrzałe, mniej zadłużone, posiadały mniejsze możliwości inwestycyjne, charakteryzowały się mniejszym ryzykiem inwestowania w ich akcje. Autor potwierdził również, że oprócz czynników mikroekonomicznych, również czynniki makroekonomiczne mają wpływ na decyzje podejmowane przez spółki (Kowerski, 2011).

Aleksandra Pieloch (2012) przeprowadziła badanie poświęcone motywom i efektom nabywania akcji własnych na rynku polskim w latach 2004–2009. Analizując zmodyfikowany model Amy K. Dittmar (2000), wskazała na istnienie dodatniej, statystycznie istotnej relacji między zmienną *REP* (wartość środków pieniężnych przeznaczonych na nabycie akcji własnych spółki w roku  $t$ /wartość rynkowa kapitału własnego spółki w roku  $t-1$ ) a zmienną *CASHFLOW* (przepływy pieniężne z działalności operacyjnej netto spółki i w roku  $t-1$ )/aktywa ogółem spółki i w roku  $t-1$ ). Tym samym pozytywnie zweryfikowano hipotezę nadmiaru kapitału (Pieloch, 2012).

Wydaje się zatem, że w analizowanym obszarze występuje luka poznawcza. Podjęcie badań ją uzupełniających jest zaś istotne, zarówno z punktu widzenia nauki, jak i praktyki gospodarczej, zwłaszcza wobec zmian na rynkach kapitałowych i w samych spółkach, których podejście do polityki wypłat uległo zmianie w ostatnich latach. Wiek XX przyniósł bowiem istotne zmiany na rynkach kapitałowych, wywołane przeobrażeniami otoczenia ekonomicznego i prawno-regulacyjnego, w tym dotyczące polityki dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami. Tendencja, która miała swój początek na rozwiniętych rynkach kapitałowych, w szczególności w Stanach Zjednoczonych, dotyczyła poszerzania wachlarza rozwiązań dotyczących możliwości finansowych rozliczeń spółki z jej właścicielami. Jak zauważa Sławomir Zarębski (2013), najpierw w Stanach Zjednoczonych, później na całym świecie zaczęto stosować pojęcie *payout policy*, co oznacza przejście z jednostronnej polityki

dywidend (*dividend policy*) w wieloskładnikową politykę wypłat inwestorskich (*payout policy, corporate payout policy*). Takie szerokie podejście do polityki wypłat, uwzględniające różne możliwe formy płatności na rzecz właścicieli, przyjęłam w pracy. W badaniu stosuję definicję polityki wypłat zaproponowaną przez Mieczysława Kowerskiego (2017), który uważa, że polityka wypłat to zbiór decyzji dotyczących podziału zysku netto wypracowanego przez spółkę, odnoszących się do tego, czy dokonać wypłat na rzecz akcjonariuszy, jaką część zysku wypłacić oraz w jakiej formie dokonać transferu gotówki.

Drugi obszar badawczy, który znalazł się w obszarze mojego zainteresowania, to reakcja rynku na podejmowanie polityki wypłat przez niefinansowe krajowe spółki notowane na GPW w Warszawie. Zawartość informacyjna dywidend podnoszona była jako problem badawczy już w latach pięćdziesiątych XX wieku. Zgodnie z teorią sygnalizacji dywidendy zmniejszając asymetrię informacyjną, stanowiąc sygnał przekazywany przez zarząd spółki i akcjonariuszy większościowych akcjonariuszom mniejszościowym i potencjalnym inwestorom (Kowerski, 2011). Wskutek wzrostu znaczenia nabywania akcji własnych rozważania poświęcone teorii sygnalizacji rozszerzono na nabywanie akcji własnych, rozwijając tym samym teorię dotyczącą zawartości informacyjnej nabywania akcji własnych.

I w tym przypadku niewiele jest prac weryfikujących teorię sygnalizacji w odniesieniu do obu analizowanych form wypłat na rzecz właścicieli, prowadzili je Paul Asquith i David W. Mullins Jr (1986), Aharon R. Ofer i Anjan V. Thakor (1987), Murali Jagannathan, Clifford P. Stephens i Michael S. Weisbach (2000), Gustav Grullon i Roni Michaely (2002). Na rynku polskim - według mojej najlepszej wiedzy – jedynie Sebastian Gryglewicz (2004) oraz Henryk Gurgul i Paweł Majdosz (2005), realizowali badania porównujące reakcję rynku na ogłoszenie informacji o wypłacie dywidendy oraz o planach nabywania akcji własnych. Z uwagi na fakt, iż omawiane badania zrealizowane były kilkanaście lat temu, a rynek podlega nieustannym zmianom, uznano potrzebę przeprowadzenia aktualnych analiz w tym zakresie.

Rozpoczęcie wypłacania dywidend może być traktowane jako sygnał świadczący o polepszeniu przyszłych wyników finansowych przedsiębiorstwa, w związku z tym odbierane jest przez rynek pozytywnie. Nabywanie akcji własnych może sygnalizować aktualne niedoszacowanie, obniżenie ryzyka, czy oczekiwania przyszłych wyników finansowych. Większość badań pokazuje, że samo ogłoszenie planów nabywania akcji własnych może być silnym sygnałem dla rynku kapitałowego i skutkować znaczącym wzrostem cen akcji, niezależnie od tego, czy spółka przeprowadzi w przyszłości nabycie, czy nie.

Uważam, iż analiza zjawiska polityki wypłat na rzecz właścicieli, realizowanych przez krajowe niefinansowe spółki notowane na GPW w Warszawie, identyfikacja determinant skłonności spółek do wypłaty dywidendy i/lub nabywania akcji własnych, czy wreszcie weryfikacja zawartości informacyjnej obu analizowanych form wypłat na rzecz właścicieli, poszerzy aktualny stan wiedzy i przyniesie szereg korzyści, nie tylko o znaczeniu naukowym, ale również aplikacyjnym. Wnioski z przeprowadzonych badań mogą być źródłem informacji zarówno dla obecnych akcjonariuszy, zarządów spółek, podejmujących decyzje w zakresie wypłaty dywidendy lub nabywania akcji własnych, jak i dla potencjalnych akcjonariuszy,

podejmujących decyzje inwestycyjne na rynku kapitałowym. Mogą one wreszcie stanowić punkt wyjścia do dalszych analiz, badań czy dyskusji, nie tylko akademickich.

Mając na uwadze stan badań światowych na temat polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy i przedstawione powyżej obszary, wymagające pogłębionej eksploracji naukowej, w monografii przyjęto, że **cele pracy** będą miały charakter zarówno teoriopoznawczy, jak i empiryczny. **Cele teoriopoznawcze** to:

- analiza i synteza światowego i polskiego dorobku naukowego dotyczącego problematyki polityki dywidend oraz nabywania akcji własnych,
- przedstawienie najważniejszych teorii opisujących politykę dywidend, politykę w obszarze nabywania akcji własnych, czy szerzej politykę wypłat na rzecz akcjonariuszy,
- przedstawienie głównych nurtów badawczych podejmowanych w ramach problematyki polityki wypłat oraz głównych wyników prowadzonych badań.

Z kolei **cele empiryczne** obejmowały:

- analizę znaczenia, tendencji i zmian w obszarze polityki wypłat krajowych niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie,
- identyfikację i porównanie determinant skłonności do wypłaty dywidendy lub nabywania akcji własnych w krajowych, niefinansowych spółkach notowanych na GPW w Warszawie,
- analizę reakcji rynku na upublicznienie informacji o zainicjowaniu przez spółki wypłacania dywidendy (lub wznowienia jej wypłacania po co najmniej trzech latach) oraz ujawnienie informacji o planach nabywania akcji własnych.

Biorąc pod uwagę cele niniejszej pracy, sformułowano hipotezę główną (HG1), która weryfikowana jest przez hipotezy cząstkowe. **Hipoteza HG1** zakłada, że **istnieje zróżnicowanie czynników determinujących skłonność niefinansowych krajowych spółek notowanych na GPW w Warszawie do wypłacania dywidendy oraz nabywania akcji własnych**.

Hipotezie tej podporządkowane zostały hipotezy cząstkowe, bazujące na teorii oraz dotychczasowych badaniach w zakresie czynników determinujących skłonność spółek do podejmowania decyzji o wypłacie dywidendy pieniężnej lub nabywaniu akcji własnych. Hipotezy cząstkowe mają następującą postać:

- **wielkość przedsiębiorstwa ma istotny wpływ na decyzje dotyczące polityki wypłat na rzecz właścicieli** (H1a w odniesieniu do dywidend, H1b – w odniesieniu do nabywania akcji własnych).
- **im mniejsza rentowność, tym mniejsze prawdopodobieństwo wypłat dla akcjonariuszy** (H2a – poprzez dywidendy pieniężne; H2b – przez nabywanie akcji własnych).
- **istnienie nadwyżki finansowej sprzyja skłonności spółki do podejmowania decyzji w zakresie polityki wypłat** (H3a poprzez wypłaty dywidendy; H3b – przez realizację programów nabywania akcji własnych).

- **poziom zadłużenia przedsiębiorstwa ma istotny wpływ na prawdopodobieństwo wypłaty gotówki przez spółkę** (H4a – przez płatności dywidendowe; H4b przez nabywanie akcji własnych).
- **im większe ryzyko charakteryzujące spółkę, tym mniejsze prawdopodobieństwo realizacji wypłat na rzecz akcjonariuszy** (H5a – przez dywidendy pieniężne; H5b – przez programy skupu akcji własnych).
- **rodzaj (specyfika) przychodów wypracowanych przez firmę ma wpływ na wybór formy wypłat dla akcjonariuszy** – wyższy poziom przychodów operacyjnych zwiększy skłonność do wypłaty dywidendy (zmniejszy skłonność do nabywania akcji własnych) (hipoteza H6a), wyższy poziom przychodów z działalności pozaoperacyjnej zmniejszy skłonność do wypłat dywidend (przeciwnie jeżeli chodzi o nabywanie akcji własnych) (hipoteza H6b).
- **skłonność spółki do wypłacania dywidend** (hipoteza H7a) i/lub **nabywania akcji własnych** (hipoteza H7b) w istotny sposób **zależy od możliwości wzrostu przedsiębiorstwa** (możliwości inwestycyjnych).
- **im starsza firma, tym większe prawdopodobieństwo wypłat dla akcjonariuszy** (przez dywidendy - hipoteza H8a; przez programy nabywania akcji własnych – hipoteza H8b).
- **spadek wartości (wzrost) środków wypłaconych na dywidendy pozytywnie (negatywnie) wpłynie na skłonność spółki do nabywania akcji własnych (efekt zastępowania dywidend programami nabywania akcji własnych** (hipoteza H9a). Z kolei wzrost wartości środków wydanych przez spółki na programy nabywania akcji własnych, negatywnie wpłynie na ich skłonność do wypłaty dywidendy (hipoteza H9b).
- **niedowartościowanie ma istotny pozytywny wpływ na decyzje dotyczące nabywania akcji własnych** (H10a), z kolei **negatywny na decyzje dywidendowe** (H10b).

**Druga główna hipoteza badawcza (HG2)** zakłada, iż **obie formy wypłat na rzecz akcjonariuszy, zgodnie z teorią sygnalizacji, spotykają się z pozytywną reakcją rynku, jednak w przypadku nabywania akcji własnych jest ona silniejsza.** Celem badania jest analiza reakcji inwestorów na ogłoszenie decyzji dotyczących polityki dywidend oraz nabywania akcji własnych oraz weryfikacja aspektu sygnalizacyjnego dywidend i nabywania akcji własnych.

W konsekwencji postawiono następujące hipotezy badawcze:

- ogłoszenie informacji o rozpoczęciu płacenia dywidendy **H11a** (nabywania akcji własnych **H11b**) przez spółkę jest powiązane z pozytywną reakcją rynku.
- rynek silniej reaguje na informację o realizacji programu nabycia akcji własnych niż na ogłoszenie o wypłacie dywidendy (**H12**).
- rynek silniej reaguje na ogłoszenie informacji o inicjowaniu wypłacania dywidendy **H13a** (nabywaniu akcji własnych – **H13b**) przez spółki małe w stosunku do dużych.

#### **4.4. Metodyka badań**

Populację generalną w niniejszym badaniu stanowiły wszystkie krajowe niefinansowe spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Okres badawczy obejmuje lata



2004–2016. Dane pozyskiwano z bazy Thomson Reuters oraz Eikon Thomson Reuters. Ponadto, analizowano raporty bieżące spółek za lata 2004–2016, wykorzystując bazę Emis oraz serwis ekonomiczny Polskiej Agencji Prasowej. Dla spółek, które realizowały programy nabywania akcji własnych, pozyskano dane dotyczące kwot wypłaconych akcjonariuszom przez programy typu *share repurchase*. W tym celu badaniu poddano sprawozdania finansowe poszczególnych spółek.

Podstawowe kryteria doboru spółek do próby dotyczyły następujących założeń:

- 1) spółka była notowana na GPW w Warszawie w roku 2018, wobec czego dane finansowe dla spółki były dostępne w bazie Thomson Reuters;
- 2) spółka była notowana na giełdzie przez co najmniej 2 pełne lata;
- 3) ze zbioru usunięto spółki o ujemnych wartościach kapitałów własnych oraz spółki o zerowych przychodach netto ze sprzedaży produktów, towarów, usług i materiałów (nieprowadzące w danym roku działalności operacyjnej);
- 4) wyeliminowano także spółki, które przeprowadziły scalenie akcji oraz spółki w trakcie restrukturyzacji.

Biorąc pod uwagę założenia, uzyskano zbiory danych przekrojowych dla 13 lat. Zbiory dla kolejnych lat składają się z różnej liczby obserwacji. Po połączeniu danych ze wszystkich analizowanych lat otrzymano zbiór, na który składają się 2433 obserwacje. Wszystkie dane finansowe wykorzystane w badaniu wyrażone są w cenach bieżących.

W pierwszej części pracy przedstawiono wyniki analiz dotyczących skali zjawiska wypłat realizowanych przez krajowe niefinansowe spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2004–2016 na rzecz właścicieli (w formie dywidend i programów nabywania akcji własnych). Ponadto, badaniu i porównaniu poddano wartości wybranych miar finansowych według typu spółek stosujących określoną politykę wypłat (spółki niedokonujące żadnych wypłat, spółki wypłacające tylko dywidendy, spółki tylko nabywające akcje własne, spółki płacące dywidendy i nabywające akcje własne). Celem tej części badania jest weryfikacja hipotezy o jednakowym rozkładzie wartości mierników finansowych opisujących poszczególne typy spółek. W badaniu zastosowano test Kruskala-Wallisa (Aczel, 2000). Kolejnym krokiem analizy było przeprowadzenie porównań wielokrotnych, tak zwanych testów *post-hoc*.

Wybór narzędzia badawczego zastosowanego do analizy skłonności niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie do wypłacania dywidendy i nabywania akcji własnych determinowany był z jednej strony celem badania, z drugiej zaś specyfiką zmiennej objaśnianej, ponadto wynikał z charakteru badań dotychczas prowadzonych w tym obszarze. W badaniu zastosowano model logitowy. W modelu ujęto 25 zmiennych objaśniających, wykorzystywanych we wcześniejszych badaniach (m.in. Lintner, 1956; Dittmar, 2000; Jagannathan, Stephens, Weisbach, 2000; Hribar, Jenkins, Johnson, 2006; Von Eije, Megginson, 2008; Kowerski, 2011). W pierwszym etapie analizy zastosowano wszystkie zmienne opisujące, uzyskując model określony jako model wyjściowy. Następnie przeprowadzono weryfikację istotności zmiennych objaśniających, stosując procedurę eliminacji *a posteriori*

(Nowak, 2012) dla poziomu istotności 0,05. Drogą kolejnych estymacji uzyskano model, w którym oszacowane parametry dla wszystkich zmiennych są istotne na poziomie 0,05. W kolejnym etapie badania przeprowadzono analizę regresji logistycznej dla podokresów, aby sprawdzić, czy wpływ poszczególnych zmiennych na prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy (nabycia akcji własnych) zmienia się w czasie. Wnioskowanie o sile i kierunku wpływu zmiennych modelu oparto na efektach krańcowych. Trafność prognozowania na podstawie modelu oparto na wynikach wygenerowanej tablicy trafności, zestawiającej prognozy modelu z faktycznymi obserwacjami (Gruszczyński, 2012).

Wybór narzędzia badawczego, zastosowanego do analizy reakcji rynku na ujawnienie informacji o zainicjowaniu przez spółkę wypłacania dywidendy lub informacji o planowanym programie nabycia akcji własnych podyktowany był celem i specyfiką analizy. W badaniu zastosowano metodykę analizy zdarzeń. Na potrzeby analizy zdarzenie zdefiniowano jako „ogłoszenie do publicznej wiadomości informacji o wypłacie dywidendy lub nabyciu akcji własnych”. Przyjęto, iż jest to dzień, w którym odbyło się walne zgromadzenie akcjonariuszy, na którym podjęto uchwałę upoważniającą zarząd do wypłaty dywidendy (nabywania akcji własnych), ogłoszoną w ramach systemu ESPI/EBI (Serwis Ekonomiczny PAP). Okres zdarzenia ustalono na 121 sesji giełdowych i przyjęto symetryczne okno zdarzenia. Identyfikacja zdarzenia polegała na poszukiwaniu pierwszej informacji o:

- 1) uchwale walnego zgromadzenia akcjonariuszy w przedmiocie wypłaty dywidendy po raz pierwszy w historii lub w przypadku wznowienia wypłacania dywidendy po co najmniej trzech latach przerwy,
- 2) upoważnieniu zarządu do podejmowania czynności w zakresie nabywania akcji własnych spółki.

Ze zbioru, który uzyskano dla spółek będących podmiotem badania, usunięto dane na temat daty powzięcia uchwały zmieniającej brzmienie wcześniejszej uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy. Finalnie uzyskano dane na temat 141 zdarzeń polegających na ogłoszeniu informacji o zainicjowaniu wypłaty dywidendy oraz 105 zdarzeń polegających na ogłoszeniu informacji o upoważnieniu zarządu do podjęcia działań, mających na celu nabycie akcji własnych spółki. Każdej spółce (obserwacji) w danym portfelu przypisano równą wagę. Z próby usunięto osiem obserwacji dotyczących spółek, które w tym samym czasie ogłosiły zarówno informacje o wypłacie dywidendy, jak i nabywaniu akcji własnych. Ostatecznie uzyskano dwie próby:

- 1) 133 obserwacje odnoszące się do ogłoszenia informacji o zainicjowaniu lub wznowieniu wypłacania dywidendy po co najmniej trzech latach przerwy,
- 2) 96 obserwacji dotyczących ogłoszenia zamiaru nabycia akcji własnych.

Przyjęta w niniejszym badaniu metodyka obliczania zwykłych stóp zwrotu (*abnormal returns*) opiera się na pracy Stephena J. Browna i Jerolda B. Warnera (1985), w której analizowana stopa zwrotu stanowi różnicę między stopą zwrotu z akcji pojedynczej spółki a stopą możliwą do osiągnięcia w tym samym czasie z indeksu giełdowego. Kolejno wyliczono średnią zwykłą stopę zwrotu, skumulowaną zwykłą stopę zwrotu oraz średnią

skumulowanych zwykłych stóp zwrotu (ACAR). Statystyczną istotność sprawdzono przy użyciu klasycznego testu opartego na statystyce t-Studenta (Gurgul, 2012).

#### 4.5. Uzyskane wyniki

Wyniki przeprowadzonych badań i analiz pozwoliły na osiągnięcie celów częściowych, weryfikację niektórych z przyjętych hipotez oraz sformułowanie wniosków, w tym również tych, odnoszących się do przyszłych kierunków badań w zakresie polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy. Trzy pierwsze cele o charakterze teoriopoznawczym realizowane były w dwóch pierwszych, teoretycznych rozdziałach pracy. Wymagały one przeprowadzenia szerokich studiów literaturowych. Spis wykorzystanych źródeł bibliograficznych objął około 430 pozycji bibliograficznych, nie wliczając liczby przeanalizowanych raportów bieżących spółek, uchwał walnych zgromadzeń, czy sprawozdań finansowych. Na podstawie powyższych studiów określono cele empiryczne oraz sformułowano hipotezy badawcze.

**Pierwszy cel empiryczny pracy**, jakim była analiza tendencji i zmian w obszarze polityki wypłat w krajowych niefinansowych spółkach notowanych na GPW w Warszawie, zrealizowany został w trzecim rozdziale monografii. Wyniki analizy polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy w badanych spółkach, wskazują że w całym analizowanym okresie najczęściej stosowany był model polegający na niedzieleniu się zyskiem z akcjonariuszami. Z drugiej strony zaobserwowano, że od 2008 roku ma miejsce silny wzrost liczby spółek wypłacających dywidendy. Co istotne, w latach 2015–2016 liczba spółek, które podjęły decyzje o wypłacie dywidendy przewyższyła liczbę spółek, które zdecydowały o niedokonaniu wypłaty z wypracowanego zysku na rzecz akcjonariuszy.

Zgodnie z wynikami badania, łącznie w analizowanym okresie krajowe niefinansowe spółki wypłaciły na rzecz swoich akcjonariuszy kwotę 98,8 mld złotych, z czego około 93% w formie dywidend, a jedynie około 7% przez programy nabywania akcji własnych. Analiza łącznych kwot czy analiza kwot wypłacanych w poszczególnych latach wskazują, że dywidenda była i wciąż jest dominującą formą wypłat na rzecz właścicieli. W żadnym z lat okresu badawczego środki wydane na programy nabywania akcji własnych nie przewyższyły kwot wypłaconych w formie dywidend.

Z analizy wartości i struktury sektorowej środków wypłaconych na rzecz akcjonariuszy wynikają pewne obserwacje. Największy odsetek wypłaconych dywidend pochodzi ze spółek należących do branży „chemia i surowce” (31%), „paliwa i energia” (około 20%) oraz „technologie” (około 20%). Największy odsetek środków wypłaconych przez programy nabywania akcji własnych pochodzi ze spółek należących do branży „technologicznej” (około 33%), z czego niemal 97% z sektora „telekomunikacja”. Kolejnymi branżami mającymi duży udział w łącznej kwocie środków wydanych na nabycia akcji własnych są „produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa” (około 19%) oraz „chemia i surowce” (około 18%) i „dobra konsumpcyjne” (około 18%). Znaczenie pozostałych branż jest niewielkie.

Analiza podstawowych statystyk opisowych wskazuje na dość duże zróżnicowanie badanych spółek w ramach grup, wyodrębnionych według określonego podejścia do prowadzonej polityki wypłat. W przypadku każdej analizowanej zmiennej średnie arytmetyczne są znacząco wyższe od median, co świadczy o dodatniej i silnej asymetrii rozkładu. Ponadto analiza testu nieparametrycznego Kruskala-Wallisa i testów *post-hoc* pozwala zaobserwować istnienie istotnych różnic w rozkładach wybranych zmiennych finansowych między wyodrębnionymi grupami spółek (niedokonujące wypłat na rzecz akcjonariuszy, płacące jedynie dywidendy, nabywające akcje własne oraz grupa spółek, które zarówno wypłacają dywidendy, jak i nabywają akcje własne). Przede wszystkim w przypadku każdej analizowanej zmiennej zaobserwowano występowanie różnic między grupą spółek niedokonujących wypłat na rzecz właścicieli a pozostałymi grupami. W przypadku każdej zmiennej jej poziom dla tej grupy spółek jest niższy od osiąganego przez pozostałe typy spółek.

Podsumowując, wyniki badania pozwalają wnioskować, że – po pierwsze – wzrasta aktywność spółek w obszarze realizacji wypłat na rzecz akcjonariuszy (w roku 2015 po raz pierwszy liczba spółek płacących dywidendę przewyższyła liczbę spółek nierealizujących wypłat na rzecz akcjonariuszy). Taki trend jest zgodny ze spostrzeżeniami Floyda, Li i Skinnera (2015) dla rynku amerykańskiego. Po drugie, wypłaty dywidend są dominującym elementem analizowanej polityki wypłat. Po trzecie, w analizowanym okresie odnotowano wzrost wartości wskaźników wypłat badanych spółek, zarówno w odniesieniu do dywidend, jak i nabywania akcji własnych, co jest spójne z tendencjami obserwowanymi dla spółek europejskich (Kowerski, 2017). Ponadto rezultaty przeprowadzonych analiz wskazują, że spółki niedokonujące wypłat na rzecz akcjonariuszy w stosunku do spółek realizujących jakikolwiek typ wypłat (czy to przez dywidendy, czy nabywanie akcji własnych, czy też przez obie formy wypłat) są młodsze, charakteryzują się niższymi przychodami ze sprzedaży, niższym poziomem zysku netto oraz niższym poziomem środków pieniężnych. Analizowane spółki cechuje także niższa wartość aktywów netto oraz kapitalizacja.

**Drugi cel empiryczny** - identyfikacja i porównanie determinant skłonności do wypłaty dywidendy lub nabywania akcji własnych w krajowych niefinansowych spółkach notowanych na GPW w Warszawie, zrealizowany został w rozdziale czwartym monografii. Analizując wyniki estymacji modeli logitowych, opisujących skłonność spółek do wypłaty dywidendy i nabywania akcji własnych, można wnioskować, iż wielkość jest istotną determinantą polityki wypłat badanych firm. Należy przy tym zauważyć, że w przypadku polityki wypłat dywidend zmienną opisującą wielkość, której istotność potwierdzono, jest  $\ln S_{t-1}$ , natomiast w obszarze nabywania akcji własnych tą zmienną jest  $\ln A_{t-1}$ . Powyższe wyniki dają podstawę do pozytywnego zweryfikowania **hipotez H1a** oraz **H1b**. Takie rezultaty są spójne z wynikami badań prowadzonych w obszarze polityki dywidend na rynku polskim (Kowerski, 2011), w środowisku międzynarodowym (Denis, Osobov, 2008), czy – co istotne – z wynikami badań międzynarodowych, obejmujących zarówno problematykę dywidend, jak i nabycia akcji własnych (Von Eije, Megginson, 2008). Uprawnione wydaje się zatem stwierdzenie, że duże przedsiębiorstwa są bardziej skłonne do realizacji polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy –

czy to przez wypłaty dywidend, czy przez nabywanie akcji własnych. Taka zależność może mieć swoje podłoże w teorii agencji, zgodnie z którą sprzeczność interesów między pryncypałami a agentami prowadzi do powstania kosztów agencji. Wzrost wielkości firmy może przyczyniać się do wzrostu tych kosztów, wpływa bowiem na wzrost wielkości zasobów będących w dyspozycji agentów. Polityka wypłat, na co zwracali już uwagę Rozeff (1982), Easterbrook (1984) czy Jensen (1986), zmniejsza wielkość środków pozostających w dyspozycji zarządzających, przez co może być narzędziem minimalizującym konflikty i koszty agencyjne.

Wpływ rentowności na prawdopodobieństwo dokonania przez spółkę wypłaty na rzecz akcjonariuszy potwierdzono jedynie w odniesieniu do dywidend. Wyniki analiz wskazują, że dwie zmienne opisujące rentowność:  $EA_{t-1}$  (wskaźnik zysku operacyjnego w relacji do aktywów ogółem na koniec roku  $t-1$ ) oraz  $ROE_{t-1}$  (rentowność kapitałów własnych na koniec roku  $t-1$ ) w sposób istotny wpływają na skłonność spółek do wypłaty dywidendy. Zmienna  $EA_{t-1}$  była wykorzystywana w wielu badaniach międzynarodowych, między innymi przez Denisa i Osobova (2008) czy przez Von Eije i Megginsona (2008). Wobec powyższego pozytywnie zweryfikowano **hipotezę H2a**, nie ma zaś podstaw do pozytywnej weryfikacji **hipotezy H2b**.

Na podstawie uzyskanych wyników można wnioskować o wpływie istnienia nadwyżki finansowej, opisywanej w modelu przez zmienną  $CASHTA_{t-1}$  (wartość środków pieniężnych i innych aktywów pieniężnych w relacji do wartości aktywów ogółem) na skłonność spółek do wypłacania dywidend. Nie uzyskano natomiast potwierdzenia wpływu powyższej zmiennej na skłonność spółek do nabywania akcji własnych. Wydaje się zatem, że samo posiadanie gotówki nie jest wystarczającym powodem do nabycia akcji własnych w przypadku analizowanych spółek. Znaczenie zmiennej  $CASHTA$  dla nabywania akcji własnych analizowała między innymi Dittmar (2000) – jej badania dały potwierdzenie istotności zmiennej jedynie dla kilku lat z okresu badawczego 1977–1996. Wobec powyższego można jedynie wnioskować o pozytywnym zweryfikowaniu **hipotezy H3a**, nie ma zaś podstaw do pozytywnego zweryfikowania **hipotezy H3b**.

Wyniki badań pozwalają wnioskować, iż poziom zadłużenia stanowi czynnik zmniejszający prawdopodobieństwo nabycia przez spółkę akcji własnych. Zmienną, której istotność potwierdzono jest  $LongLev_{t-1}$  (wartość zadłużenia długoterminowego do wartości aktywów ogółem na koniec roku  $t-1$ ). Taki rezultat jest spójny między innymi z wynikami badań Von Eije i Megginsona (2008). W świetle uzyskanych rezultatów nie można wnioskować o wpływie poziomu zadłużenia na prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy. Wyniki badań stanowią przesłankę do pozytywnej weryfikacji **hipotezy H4b**, nie dają jednak podstaw do pozytywnej weryfikacji **hipotezy H4a**.

W toku analiz uznano, iż są podstawy do przyjęcia **hipotez H5a** oraz **H5b**, zakładających, że wyższe ryzyko charakteryzujące spółkę zmniejsza prawdopodobieństwo realizacji polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy (przez dywidendy i nabycia akcji własnych). Zarówno w modelu analizującym skłonność spółek do wypłaty dywidendy, jak i w modelu odnoszącym się do nabywania akcji własnych, uzyskano wyniki cechujące się statystyczną istotnością parametrów

oszacowanych dla zmiennej  $SDOI_{t-1}$  (odchylenie standardowe przychodów operacyjnych dla okresu pięcioletniego, wyliczone na koniec roku  $t-1$ ). W przypadku obszaru dywidendowego potwierdzono ponadto statystyczną istotność parametru oszacowanego dla drugiej zmiennej opisującej ryzyko –  $PriceVolat_{t-1}$  (wskaźnik rocznej zmienności cen akcji na koniec roku  $t-1$ ). Powyższe wyniki stanowią zatem podstawę do pozytywnego zweryfikowania hipotez **H5a** oraz **H5b**.

Natomiast wyniki estymacji modeli logitowych nie dają podstaw do pozytywnego zweryfikowania hipotez **H6a** oraz **H6b**, mówiących o wpływie rodzaju przychodów uzyskiwanych przez firmę na skłonność do prowadzenia polityki wypłat. W badaniu zastosowano zmienne  $OP.INC_{t-1}$  (wielkość przychodów operacyjnych do wartości kapitałów ogółem na koniec roku  $t-1$ ) oraz  $NON.OP.INC_{t-1}$  (wartość przychodów nieoperacyjnych do wartości kapitałów ogółem na koniec roku  $t-1$ ). Być może w przyszłych badaniach należałoby uwzględnić inne miary dla sprawdzenia omawianej zależności, na przykład relację wyżej wymienionych grup przychodów do wartości aktywów ogółem.

W świetle uzyskanych wyników można wnioskować o negatywnym wpływie możliwości wzrostu przedsiębiorstwa (możliwości inwestycyjnych) na skłonność spółek do wypłacania dywidend. Statystyczną istotność parametrów oszacowanych dla zmiennej  $MTBV_{t-1}$  potwierdzono dla okresu 2004–2016 oraz dwóch ostatnich podokresów. Wobec powyższego są podstawy do pozytywnego zweryfikowania **hipotezy H7a** – możliwości wzrostu przedsiębiorstwa są istotną destymulantą prawdopodobieństwa wypłaty dywidendy przez analizowane spółki. Taki rezultat jest spójny z innymi wynikami badań (Von Eije, Megginson, 2008, potwierdzili wpływ zmiennej  $MTBV$  zarówno na skłonność spółek do wypłaty dywidendy, jak i do nabywania akcji własnych).

Analiza wpływu możliwości wzrostu przedsiębiorstwa (możliwości inwestycyjnych) na skłonność spółek do realizacji programów nabywania akcji własnych jest dość niejednoznaczna, nie uzyskano bowiem potwierdzenia dla zmiennej  $MTBV_{t-1}$ , jednocześnie uzyskując je dla drugiej zmiennej opisującej możliwości wzrostu –  $Ass.Gr_{t-1}$  (stopa wzrostu wartości aktywów w ujęciu pięcioletnim). Przy tym kierunek zależności jest przeciwny niż zakładano. Należy jednak podkreślić, że w żadnym z podokresów parametry oszacowane dla  $Ass.Gr_{t-1}$  nie były istotne statystycznie. Analiza efektów krańcowych wskazuje na małe znaczenie omawianej zmiennej. Ponadto, są to pierwsze badania analizujące skłonność spółek do nabywania akcji własnych na rynku polskim z uwzględnieniem zmiennej  $Ass.Gr_{t-1}$ . Uznano, że do uzyskanych wyników należy podejść z dużą ostrożnością, bowiem konieczne są dalsze badania, które pozwolą je zweryfikować.

Kolejnym czynnikiem, który zgodnie z badaniami światowymi może mieć wpływ na skłonność spółek do realizacji polityki wypłat, jest ich wiek. Założono, że im starsza firma, tym większe prawdopodobieństwo wypłat na rzecz akcjonariuszy. W badaniu zastosowano dwa mierniki wieku spółek, proponowane w literaturze:  $AGE$  (liczba lat na giełdzie na koniec roku  $t-1$ ) oraz  $RETE$  (wartość zysków zatrzymanych w relacji do kapitałów własnych na koniec roku  $t-1$ ). Uzyskane wyniki nie dają jednak podstawy do pozytywnego zweryfikowania hipotez **H8a** oraz

**H8b.** Natomiast, jak zaproponowano w pracy, w przyszłych badaniach można uwzględnić inną zmienną opisującą wiek spółki, na przykład rzeczywisty okres funkcjonowania na rynku, zamiast wieku odnoszącego się do funkcjonowania na giełdzie.

Zasadne wydaje się wnioskowanie, iż decyzje podjęte w roku poprzednim mogą mieć wpływ na bieżące decyzje w zakresie polityki dywidend (hipoteza **H9a**). Wyniki badania wskazują na istnienie pozytywnej, statystycznie istotnej zależności między zmienną  $Div\_Eq_{t-1}$  (wskaźnik wypłaty dywidendy, będący ilorazem wartości wypłaconej dywidendy do wartości kapitałów własnych na koniec roku  $t-1$ ) a prawdopodobieństwem wypłaty dywidendy w roku  $t$ . Istnienie takiej relacji oznacza, że im wyższa wartość kwoty przeznaczonej na dywidendy w relacji do kapitałów własnych spółki, tym wyższe prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy w kolejnym roku. Nie potwierdzono negatywnego wpływu omawianej zmiennej na prawdopodobieństwo nabycia akcji własnych, co oznaczałoby, iż wzrost stopy wypłaty dywidendy zmniejsza prawdopodobieństwo nabycia akcji własnych.

W analizach dotyczących skłonności spółek do nabywania akcji własnych uzyskano z kolei potwierdzenie dodatniej, statystycznie istotnej zależności między zmienną  $BB\_Eq_{t-1}$  (wskaźnik wartości środków wydanych na zakup akcji własnych do wartości kapitałów własnych na koniec roku  $t-1$ ) a skłonnością do nabycia akcji własnych. Wobec tego, im wyższa relacja środków przeznaczonych na nabycie akcji własnych w danym roku, tym wyższe prawdopodobieństwo nabycia akcji własnych przez spółkę w kolejnym roku (hipoteza **H9b**).

Wyniki przeprowadzonych badań nie uprawniają do wnioskowania na temat wpływu niedowartościowania spółki na prawdopodobieństwa realizacji wypłat (przez dywidendy czy nabycie akcji w własnych). Tym samym nie ma podstaw do pozytywnego zweryfikowania hipotez **H10a** oraz **H10b**.

**Trzeci cel empiryczny** - analiza reakcji rynku na upublicznienie informacji o zainicjowaniu przez spółki wypłacania dywidendy (lub wznowienia jej wypłacania po co najmniej trzech latach) oraz na ujawnienie informacji o planach nabywania akcji własnych, zrealizowany został w piątym rozdziale monografii. Analiza wyników testowania średnich zwykłych stóp zwrotu wokół dnia ogłoszenia informacji o inicjowaniu wypłaty dywidendy oraz upublicznienia planów nabywania akcji własnych wskazuje, zgodnie z oczekiwaniami, że zarówno ogłoszenie informacji o dywidendzie inicjalnej, jak i ujawnienie planów dotyczących nabywania akcji własnych spotkały się z pozytywną reakcją rynku. Również wyniki testowania średnich skumulowanych zwykłych stóp zwrotu wokół dnia zdarzenia wskazują, że wartości  $ACAR$  są statystycznie różne od zera, zarówno dla inicjowania dywidendy, jak i dla planów nabywania akcji własnych. Dodatkowo, statystycznie istotne wartości  $ACAR$  uzyskano dla 5-, 7-, 9- i 11-dniowych okien zdarzenia. Powyższe wyniki dają zatem podstawę do pozytywnego zweryfikowania **hipotez H11a** oraz **H11b**.

Analiza i porównanie wartości średnich zwykłych stóp zwrotu oraz wartości średnich skumulowanych zwykłych stóp zwrotu wokół dnia zdarzenia wskazują, że w obu przypadkach wyższe wartości odnotowano dla ogłoszenia planów nabywania akcji własnych

niż dla inicjowania dywidendy. Wartości średnich zwykłych stóp zwrotu z dnia ogłoszenia informacji są dla obu zdarzeń dodatnie i statystycznie istotne na ogólnie przyjętych poziomach istotności. Wyniki badania wskazują, iż średnia zwykła stopa zwrotu z dnia ogłoszenia dywidendy inicjalnej  $\overline{AR}_0$  wynosi 0,42% ( $p < 0,1$ ) i jest niższa niż  $\overline{AR}_0 = 0,51\%$  ( $p < 0,1$ ) dla obserwacji obejmujących ogłoszenia nabywania akcji własnych. Świadczy to o silniejszej reakcji inwestorów na upublicznienie informacji o upoważnieniu zarządu do nabywania akcji własnych spółki niż na ogłoszenie uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy na temat inicjowania wypłacania dywidendy. W świetle uzyskanych wyników zasadne wydaje się wnioskowanie o pozytywnej weryfikacji **hipotezy H12**.

W toku dalszych analiz uznano, iż są podstawy do przyjęcia hipotezy H13b, która zakłada występowanie silniejszej reakcji rynku na ogłoszenie informacji o nabywaniu akcji własnych przez spółki małe w stosunku do dużych. Wyniki testowania średnich skumulowanych zwykłych stóp zwrotu wokół dnia ogłoszenia informacji o nabyciu akcji z uwzględnieniem wielkości spółek wskazują, że spółki mniejsze charakteryzują się wyższą wartością  $ACAR$  w 3-, 5-, 7- i 9-dniowych oknach zdarzenia w stosunku do spółek większych, a wyniki są istotne statystycznie. Zatem rynek silniej reaguje na plany nabywania akcji własnych przez spółki małe, w których prawdopodobnie występuje większa asymetria informacji. Wobec czego są podstawy do pozytywnego zweryfikowania **hipotezy H13b**. Wyniki przeprowadzonych analizy nie dają jednak podstaw do pozytywnej weryfikacji **hipotezy H13a**, zakładającej znaczenie wielkości spółki dla siły reakcji rynku na upublicznienie informacji o inicjowaniu lub wznowieniu wypłacania dywidendy po co najmniej trzech latach.

Podsumowując, reakcja rynku na ogłoszenie informacji o nabywaniu akcji własnych cechuje się wyższymi zwykłymi stopami zwrotu niż analogiczna reakcja w odniesieniu do zapowiedzi inicjowania wypłaty dywidendy. Taki rezultat jest zbieżny z wynikami wcześniejszych badań, prowadzonych przez Sebastiana Gryglewicza (2004) dla lat 1997–2004, czy Henryka Gurgula i Pawła Majdosza (2005) dla lat 2000–2004. Specyfika reakcji rynku nie uległa zatem zmianie, natomiast uzyskane w niniejszym badaniu wyniki dają podstawę wnioskować, że z biegiem lat średnia siła reakcji polskiego rynku kapitałowego na ogłoszenie analizowanych zdarzeń uległa zauważalnemu zmniejszeniu. Przy czym taki proces nie jest niczym nowym, zaobserwowano go bowiem także na bardziej rozwiniętych rynkach kapitałowych, w odniesieniu do reakcji na nabywanie akcji własnych (Ikenberry i inni, 1995).

Konkludując, uzyskane w toku badań własnych wyniki empiryczne dają podstawy do przyjęcia hipotezy HG2. Należy podkreślić, że teoria sygnalizacji nie jest wystarczająca do wyjaśnienia istoty dywidendy czy nabywania akcji własnych. Zwraca jednak uwagę na wiele aspektów, które zarządzający powinni brać pod uwagę, podejmując decyzje dotyczące polityki wypłat, aby nie narazić się na szybkie i radykalne reakcje rynku. Wyniki badań wskazują, że inwestorzy są wrażliwi na informacje płynące ze spółek odnośnie podejmowania działań w zakresie polityki wypłat, w tym szczególnie na plany dotyczące nabywania akcji własnych. Ogłoszenie zamiaru nabycia akcji własnych przez spółkę może skutkować znaczącą reakcją rynku, niezależnie od tego, czy spółka przeprowadzi w przyszłości nabycie czy nie.



## **5. Omówienie pozostałych osiągnięć naukowo - badawczych**

Po uzyskaniu stopnia doktora moje zainteresowania badawcze zaczęły ewoluować. Wciąż interesuje mnie problematyka fuzji i przejęć przedsiębiorstw, zagadnienia związane z inwestycjami przedsiębiorstw – również w obszarze bezpośrednich inwestycji zagranicznych, jednak swoją aktywność naukowo-badawczą zaczęłam rozszerzać na inne obszary finansów przedsiębiorstwa, w szczególności zainteresowałam się teoriami struktury kapitału przedsiębiorstwa, uwarunkowaniami strategii finansowania przedsiębiorstw, problematyką polityki dywidendowej oraz nabywania akcji własnych.

Badania nad polityką wypłat na rzecz akcjonariuszy krajowych niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie, których wyniki pozwoliły mi opracować główne osiągnięcie naukowe, zostały poprzedzone latami badań nad różnorodnymi aspektami polityki dywidend (drugi obszar tematyczny), a w ostatnim czasie nad problematyką nabywania akcji własnych w odniesieniu do rynku NewConnect (pierwszy obszar tematyczny). W zdecydowanej większości moje wcześniejsze badania dotyczyły innych aspektów, niż te podjęte w monografii. Były to głównie badania empiryczne, chociaż często miały charakter wstępny. Uważam jednak, że stanowią ważny element mojego dorobku. Ich realizacja pozwoliła mi na zbudowanie koncepcji i przeprowadzenie badań stanowiących główne osiągnięcie naukowe.

Pozostałe badania, prowadzone przeze mnie w ostatnich latach, miały zarówno charakter teoretyczny, jak i empiryczny. Badania empiryczne wpisywały się również w nurt badań ilościowych. Klasyfikacja mojego pozostałego dorobku pozwala na wyodrębnienie następujących głównych obszarów tematycznych (poniżej najistotniejsze publikacje z poszczególnych obszarów), z których najważniejsze to:

- Obszar tematyczny I. Problematyka nabywania akcji własnych
- Obszar tematyczny II. Problematyka polityki dywidend
- Obszar tematyczny III. Uwarunkowania i determinanty struktury kapitału przedsiębiorstwa
- Obszar tematyczny IV. Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw
- Obszar tematyczny V. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne
- Obszar tematyczny VI. Uwarunkowania strategii finansowania przedsiębiorstw

### **Obszar tematyczny I. Problematyka nabywania akcji własnych**

Pomysł na badania w obszarze nabywania akcji własnych zrodził się w efekcie uczestnictwa w cyklu konferencji „Rynek Kapitałowy” pod przewodnictwem prof. dr hab. Jerzego Węclawskiego oraz prof. dr hab. Piotra Karpusia. Wspólnie z dr hab. Elżbietą Bukalską prof. nadz. UMCS w Lublinie zdecydowałyśmy o stworzeniu międzyuczelnianego zespołu badawczego i podjęciu wspólnych badań nad problematyką nabywania akcji własnych na rynku NewConnect. Z czasem do naszego zespołu dołączył mgr Jiri Rozkovec z Technical Univeristy of Liberec – w przyszłości planujemy przeprowadzić badania porównawcze,

z uwzględnieniem krajów Europy Środkowo-Wschodniej. W ramach tego obszaru badawczego powstały trzy opracowania współautorskie, wszystkie w języku angielskim, z czego jeden artykuł został opublikowany w czasopiśmie „Economics and Management”.

1. Kaźmierska-Józwiak B., Wrońska-Bukalska E., Rozkovec J. (2016), *The information content of share repurchases – evidence from Poland*, “Economics and Management”, Vol.21 (1), s. 172-185, Lista **A**, Impact factor: **1,311**.

Głównym celem artykułu była identyfikacja czynników mających wpływ na reakcje rynku na ogłoszenia informacji o planach nabywania akcji własnych przez spółki notowane na NewConnect. Według wiedzy autorki jest to pierwsze opracowanie badające determinanty reakcji rynku na ogłoszenia dotyczące programów typu *share repurchase* w odniesieniu do rynku NewConnect. Za pomocą analizy regresji zbadano czynniki determinujące reakcję rynku, weryfikując hipotezy powiązane z teorią sygnalizacji oraz teorią agencji. Do oszacowania parametrów w modelu wykorzystano metodę *bootstrap* - wygenerowano 10 000 losowych próbek z powtarzaniem z 30 obserwacjami. Wyniki analiz wskazują na istnienie statystycznie istotnego związku między zmienną *market to book ratio* a zmienną objaśnianą, co jest przeciwstawne do założeń.

2. Wrońska-Bukalska E., Kaźmierska-Józwiak B. (2017b), *Signaling hypotheses of share repurchase–life cycle approach. The case of Polish listed companies*, “Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy”, vol. 12(2), s. 245-257.

Artykuł przedstawia wyniki badań nad nabywaniem akcji własnych na rynku NewConnect (47 zdarzeń) oraz na rynku GPW w Warszawie (116 zdarzeń). Analizie poddano wskaźnik wartości rynkowej do wartości księgowej (MV/BV) oraz relację wskaźnika MV/BV dla spółki nabywającej akcje własne do wskaźnika MV/BV dla całego rynku na dzień realizacji programu nabycia akcji własnych - miara wyceny przedsiębiorstwa. Badanie weryfikuje hipotezę dotyczącą znaczenia niedowartościowania dla nabywania akcji własnych przez spółki.

3. Kaźmierska-Józwiak B., Wrońska-Bukalska E. (2017a), *Effect of Repurchase Announcement on the Polish Alternative Stock Market*, Proceedings of the 8th Economics & Finance Conference, London, International Institute of Social and Economic Sciences, Ed.by: K. Cermakova, S. Mozayeni, E. Hromada, DOI: 10.20472/EFC.2017.008.004

Wyniki empiryczne badania przedstawione w powyższym artykule, zaprezentowane na konferencji Economics&Finance w Londynie, sugerują, że reakcja rynku NewConnect na ogłoszenie przez spółki informacji o nabywaniu akcji własnych (64 zdarzenia w okresie 2004-2016) nie różni się od reakcji obserwowanej na innych rynkach. Odnotowano pozytywny, ale statystycznie nieistotny, średni skumulowany nadzwyczajny zwrot z dnia ogłoszenia. Nadzwyczajna stopa zwrotu z akcji w dniu następującym po ogłoszeniu informacji wyniosła 1,71%, co jest zgodne z wcześniejszymi wynikami badań (np. Gurgul, Majdosz, 2005) dla rynku podstawowego GPW w Warszawie. Podsumowując, wyniki badania sugerują, że reakcja rynku NewConnect na ogłoszenie informacji o nabyciu akcji własnych nie różni się od reakcji obserwowanej na innych rynkach.

## Obszar tematyczny II. Problematyka polityki dywidend

1. Kaźmierska-Józwiak B. (2015), *Determinants of dividend policy: evidence from Polish listed companies*, "Procedia Economics and Finance", vol. 23, s. 473-477.

Artykuł przedstawiał wyniki moich pierwszych badań nad determinantami polityki dywidend niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie (232 firmy, lata 2002-2012). Według mojej najlepszej wiedzy opracowanie jest jednym z niewielu analizujących czynniki wpływające na poziom wskaźnika wypłat dywidend polskich spółek giełdowych w okresie 2002-2012 – wcześniejsze badanie przeprowadzili O. Kowalewski, I. Stetsyuk i O. Talavera, (2007), analizując dane 110 firm z okresu 1998-2004. W badaniu zastosowałam analizę danych panelowych (495 obserwacji). Zmienne objaśniające to wskaźniki rentowności, płynności, zadłużenia, wielkości firmy. Zmienna objaśniana to wskaźnik wypłaty dywidendy. Wyniki pokazują statystycznie istotny i negatywny związek między wskaźnikiem wypłaty dywidendy a dwoma analizowanymi czynnikami: rentownością (ROE) i dźwignią (LEV). Według rezultatów badań wskaźnik wypłaty dywidendy jest negatywną funkcją rentowności i dźwigni finansowej.

2. Kaźmierska-Józwiak B. (2017), *Dividend changes and future profitability changes – evidence from Polish listed companies*, „Ekonometria”, nr 4 (58), s. 95-104.

Artykuł przedstawia wyniki badań zależności między zmianami dywidend oraz przyszłymi zmianami rentowności mierzonymi w kategoriach zysku na akcję (Nissim i Ziv, 2001). Analizy przeprowadziłam na grupie niefinansowych spółek notowanych na GPW, wypłacających dywidendę przez co najmniej dwa kolejne lata w okresie 2007–2012. Wyniki badań pokazują, że spółki, które zwiększały wartość wypłacanej dywidendy, były bardziej rentowne niż spółki, które albo zmniejszały, albo nie wprowadzały żadnych zmian w swojej polityce dywidendowej. Nieoczekiwanie okazało się, że firmy, które zmniejszały wartość dywidend, były bardziej rentowne niż te, które nie dokonywały zmian. Oszacowany model danych panelowych sugeruje, że ani wzrosty dywidend, ani spadki nie są w statystycznie istotny sposób powiązane z przyszłymi zmianami w zyskach na akcje. Wobec powyższego bieżące zmiany dywidend nie są wiarygodnym sygnałem przyszłych zmian zysków na akcję w kolejnym roku, co jest zgodne z wynikami m.in. Benartziego i zespołu (1997). Zbliżone badania równolegle prowadził A. Zyguła (2018), który na podstawie wyników estymacji większej liczby modeli, stawia podobne wnioski.

3. Kaźmierska-Józwiak B. (2017), *Reakcja rynku kapitałowego na inicjowanie dywidend na rynku polskim*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa”, nr 6 (809), s. 109-118.

Opracowanie wpisuje się w nurt badań nad reakcją rynku na ogłoszenie informacji o inicjowaniu płatności dywidendowych przez spółki notowane na GPW w Warszawie. Badaniem objęto populację niefinansowych spółek, które w latach 2011-2015 po raz pierwszy lub po co najmniej 3-letniej przerwie ogłosiły informację o wypłaceniu dywidendy (67 zdarzeń). Przyjęto następującą hipotezę badawczą: ogłoszenie informacji o rozpoczęciu płacenia dywidendy przez spółkę, która przez co najmniej trzy wcześniejsze lata dywidendy

nie wypłaciła, powiązane jest z pozytywną reakcją rynku, która przejawia się krótkookresowym wzrostem cen akcji spółki. Badanie przeprowadzono metodą analizy zdarzeń, z zastosowaniem średniej skumulowanej nadzwyczajnej stopy zwrotu.

4. Kaźmierska-Józwiak B. (2016), *Struktura własności a skłonność do wypłaty dywidendy*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr. 4 (82) cz.2, s. 171-178.

Badanie wpisuje się w nurt analiz poświęconych wpływowi struktur właścicielskich na decyzje dotyczące wypłaty dywidendy. Przeprowadziłam je na grupie losowo wybranych 64 niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2010–2015. Zgodnie z wynikami regresji logitowej własność menedżerska jest pozytywnie powiązana ze skłonnością do wypłaty dywidendy przez spółki. Kierunek tej zależności jest przeciwny do zakładanego, natomiast zgodny z wynikami badań Fenn i Liang (2001, s. 45–72), którzy wyjaśnili taki stan faktem występowania w spółkach dość silnych problemów agencyjnych, przy czym udział menedżerów we własności był niewielki, zaś firmy miały małe możliwości inwestycyjne. Nie stwierdzono statystycznie istotnych związków między własnością inwestorów instytucjonalnych oraz własnością państwową a skłonnością spółek do wypłaty dywidend.

5. Kaźmierska-Józwiak B. (2016), *Wpływ charakterystyki spółki na jej skłonność do wypłaty dywidendy*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H Oeconomia”, vol. 50, nr. 4, s. 203-211.

Cel artykułu obejmował analizę charakterystyk spółek płacących i niepłacących dywidendy oraz wpływ wybranych charakterystyk na skłonność spółek do wypłaty dywidendy (246 niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2008-2014). Wyniki badania wskazują, że spółki płacące dywidendy są większe, bardziej rentowne, mniej zadłużone, obciążone mniejszym ryzykiem i posiadają mniejsze możliwości inwestycyjne od spółek niewypłacających dywidend. Wyniki regresji logitowej potwierdzają, że wielkość spółki i rentowność mają pozytywny wpływ na jej skłonność do wypłaty dywidendy. Prawdopodobieństwo wypłaty maleje, gdy wzrasta poziom zadłużenia spółki i ryzyko oraz wzrastają możliwości inwestycyjne.

6. Kaźmierska-Józwiak B. (2015), *Czy cateringowa teoria dywidend ma zastosowanie na rynku polskim?*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, 2015, nr. 1, s. 59-68.

Powyzszą publikacją zabrałam głos w dyskusji na temat możliwości zastosowania cateringowej teorii dywidend do wyjaśniania decyzji dotyczących polityki dywidend niefinansowych spółek giełdowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (populacja niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2001-2012). Wyniki badań nie potwierdziły statystycznie istotnej zależności pomiędzy relatywną zmianą premii za dywidendę w danym roku oraz względną zmianą odsetka spółek wypłacających dywidendę

w kolejnym roku. Badanie wykazało natomiast statystycznie istotny związek pomiędzy zmianą odsetka spółek wypłacających dywidendy a stopą zwrotu z indeksu WIG.

7. Kaźmierska-Józwiak B. (2014), *Czynniki polityki dywidendowej w warunkach polskich.*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H Oeconomia”, vol. XLVIII, nr. 3, s. 129-135.

W opracowaniu przeanalizowałam wpływ wybranych zmiennych objaśniających (wskaźnik zadłużenia, bieżącej płynności, rentowności kapitału własnego, rentowności aktywów, EPS, logarytm naturalny aktywów ogółem) na decyzje dywidendowe niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie. Badaniem objęto 1239 obserwacji (lata 2002-2012). Wyniki badania wskazują, iż determinantami polityki dywidendowej analizowanych spółek, wyspecyfikowanymi w modelu są: wielkość zysku netto przypadającego na jedną akcję, wielkość przedsiębiorstwa oraz poziom dźwigni finansowej (destymulanta).

8. Kaźmierska-Józwiak, B. (2008), *Ocena polityki dywidend spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Organizacja i Kierowanie”, (2), s. 142-157.

Artykuł prezentuje wyniki moich pierwszych analiz nad polityką dywidend. Celem opracowania była próba oceny polityki w zakresie wypłaty dywidendy, w oparciu o spółki notowane na GPW w Warszawie w latach 1995–2005. Przyjmując założenie o regularności płacenia dywidendy wyodrębniłam grupę spółek, które wypłacały dywidendy, za co najmniej trzy kolejne lata z okresu 1995–2005. Analiza poziomu dywidendy na jedną akcję oraz analiza wskaźnika wypłaty dywidendy pozwoliła zidentyfikować modele polityki dywidend stosowane przez poszczególne spółki w okresie badawczym. Zaobserwowałam, że nieliczna grupa spółek prowadziła stabilną politykę dywidend, zatem trudno o porównania sektorowe. Zauważyłam jednak, iż najbardziej aktywnym w zakresie wypłacania dywidend jest sektor bankowy. Akcjonariusze tego sektora są w znacznej mierze akcjonariuszami długookresowymi, zatem prowadzenie stabilnej polityki dywidend pozwala im na zrealizowanie regularnych zysków kapitałowych. Należy również zwrócić uwagę na fakt, iż większość badanych spółek wypłaca tylko niewielką część wypracowanego zysku w postaci dywidendy.

9. Jeżak J., Bohdanowicz L., Kaźmierska-Józwiak B., Matyjas Z. (2016), *Rola rad nadzorczych w procesach formułowania i realizowania strategii spółek*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.

Monografia stanowi zwieńczenie projektu „Rola rad nadzorczych w procesie formułowania i realizowania strategii spółek” (2011-2013), finansowanego przez Narodowe Centrum Nauki, którego kierownikiem był prof. Jan Jeżak. Głównym celem publikacji była analiza i ocena roli rad nadzorczych w procesach formułowania oraz realizowania strategii polskich spółek giełdowych. Opracowałam trzeci rozdział (*Podział zysku jako jedna z kluczowych decyzji strategicznych spółki*, s. 47-72), w którym analizie poddałam problematykę podziału zysku netto spółki. W kształtowaniu decyzji dotyczącej podziału zysku biorą udział przede wszystkim

właściciele spółki oraz naczelni menedżerowie, a powinny również aktywnie uczestniczyć rady nadzorcze.

10. Kaźmierska-Jóźwiak B. (2018), *Stock market reactions to dividend announcements: evidence from Poland* [in:] W.Tarczyński, K.Nermend (ed.), *Effective Investments on Capital Markets - Capital Markets Effective Investments 2018*, Springer International Publishing (w druku).

Badaniem podjęłam próbę poszerzenia wiedzy na temat reakcji rynku na ogłoszenie informacji o zmianach wysokości dywidend na GPW w Warszawie. Próba badawcza obejmuje ogłoszenia na temat dywidend podzielone na 3 kategorie: wzrosty dywidend, spadki dywidend, brak zmian. Badaniem objęto spółki, które wypłacały regularnie dywidendę w okresie 2014-2016. Jak oczekiwano, zaobserwowano że wzrostom dywidend towarzyszą dodatnie zwykłe stopy zwrotu, spadkom - ujemne zwykłe stopy zwrotu. Jednakże wyniki nie są statystycznie istotne. Wobec czego, nie wykazano statystycznie istotnej zależności pomiędzy zmianami wartości dywidend a zwykłymi stopami zwrotu w dniu zdarzenia i w kolejnych dniach.

### **Obszar tematyczny III. Uwarunkowania i determinanty struktury kapitału przedsiębiorstwa**

1. Kaźmierska-Jóźwiak B., Marszałek J., Sekuła P. (2017), *Determinants of Long-Term and Short-Term Debt Financing: Evidence from Poland*, [w:] D. Procházka (red.), *New Trends in Finance and Accounting*, Springer International Publishing, New York, s. 723-732.

Artykuł stanowił kontynuację badania czynników determinujących strukturę kapitału (Kaźmierska-Jóźwiak, Marszałek, Sekuła, 2015). Celem badania była analiza czynników determinujących strukturę zadłużenia (zmienne objaśniane w modelu - wskaźniki zadłużenia krótkoterminowego i długoterminowego). Wyniki analiz ujawniły znaczące różnice między determinantami długu krótko- i długoterminowego. Badanie pokazuje, że trwałość aktywów jest najsilniejszą determinantą struktury kapitału badanych spółek. Potwierdzono również statystycznie istotną, pozytywną (ujemną) zależność między trwałością aktywów a skłonnością do podnoszenia długu długoterminowego (krótkoterminowego) (podobnie wyniki uzyskali m.in. Bevan i Danbolt (2002), Kuhnhausen i Stieber (2014)). Ponadto, potwierdzono pozytywną (negatywną) zależność między wielkością firmy a długiem długoterminowym, zgodnie z wynikami Bevana i Danbolta, 2002, Kuhnhausena i Stiebera, 2014) (krótkoterminowym – podobnie Kuhnhausen i Stieber, 2014).

2. Kaźmierska-Jóźwiak B., Sekuła P. (2016), *Determinanty struktury kapitału krajowych przedsiębiorstw towarowego transportu samochodowego*, „Przegląd Organizacji”, nr. 6, s. 37-42.

Celem badania była analiza determinant poziomu i struktury finansowania krajowych przedsiębiorstw towarowego transportu samochodowego (25 największych spółek, lata 2006-2013). Zastosowano trzy warianty testowanego modelu (zmienne objaśniane: wskaźnik zadłużenia ogółem, zadłużenia długoterminowego, zadłużenia krótkoterminowego). Wyniki regresji panelowej potwierdziły statystyczną istotność jedynie dwóch determinant. Wykazano

dodatnią zależność pomiędzy wielkością przedsiębiorstwa a poziomem zadłużenia (zgodne z wynikami badań Kuhnhausena, Stiebera, 2014 w odniesieniu do spółek z sektora transportowego z Europy, USA i Japonii), która zależna jest od charakteru długu - wraz ze wzrostem przedsiębiorstwa wzrasta skłonność do zaciągania długu krótkoterminowego. Ponadto zauważono, że trwałość aktywów jest pozytywnie (negatywnie) skorelowana ze skłonnością do zadłużenia całkowitego oraz długoterminowego (krótkoterminowego).

3. Kaźmierska-Jóźwiak, B., Marszałek, J., Sekuła, P. (2015), *Determinants of Debt-Equity Choice-Evidence From Poland*, „EMAJ: Emerging Markets Journal”, vol. 5(2), s. 1-8.

Badanie wpisuje się w nurt dyskusji na temat determinant struktury kapitału przedsiębiorstw (zmienna objaśniana - wskaźnik zadłużenia ogółem). Przeprowadzono je na grupie 111 niefinansowych spółek notowanych na GW w Warszawie w latach 2002-2012 (1211 obserwacji). W badaniu zastosowano pięć zmiennych objaśniających. Wyniki regresji panelowej wskazują, że po pierwsze poziom dźwigni finansowej jest negatywnie powiązany z wielkością przedsiębiorstwa. Po drugie, potwierdzono negatywny związek między poziomem zadłużenia spółki a jej rentownością. Po trzecie, wykazano istotną negatywną zależność między stopą wzrostu przedsiębiorstwa a poziomem dźwigni (wynik zgodny z rezultatami badań m.in. Rajana i Zingalesa, 1995).

#### **Obszar tematyczny IV. Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw**

1. Kaźmierska-Jóźwiak B. (2014), *Activity of Central Eastern Europe Countries on Mergers and Acquisitions Markets*, „Social Sciences/ Socialiniai mokslai”, vol. 83, nr. 1, s. 72-79.

Głównym celem publikacji była analiza i ocena aktywności krajów Środkowo-Wschodniej Europy (Polski, Litwy, Łotwy, Estonii, Czech i Słowacji) w obszarze transakcji fuzji i przejęć przedsiębiorstw. Analizę przeprowadziłam na podstawie danych uzyskanych z testowego dostępu do bazy Deal Watch za okres 2006-2012. Wyniki badań wskazują, że udział Europy Środkowo i Wschodniej w globalnym rynku fuzji i przejęć jest nadal znikomy (w 2012 r. wynosił około 1,8%). Należy jednak zauważyć, że wartość ta nie jest nieistotna dla gospodarek analizowanych krajów. W rekordowym roku 2012 transakcje M&A na Litwie były warte 24,5% litewskiego PKB, na Łotwie 28,6% PKB Łotwy, a w Estonii nawet 40,1% PKB. Dane te opisują znaczenie fuzji i przejęć dla lokalnych gospodarek.

2. Kaźmierska-Jóźwiak B. (2013), *Trendy w zakresie aktywności na rynku fuzji i przejęć przedsiębiorstw*, „Przedsiębiorczość i Zarządzanie”, vol. 8, nr. 1, s. 227-240.

W artykule podjęłam próbę analizy światowego, europejskiego oraz polskiego rynku fuzji i przejęć w latach 2000–2010. Analiza aktywności w zakresie fuzji i przejęć pod względem sektorowym, wskazuje na dość dużą dywersyfikację w tym zakresie na rynku amerykańskim i dość silne skoncentrowanie w obszarze kilku sektorów na rynku Europy Zachodniej. Analiza fuzji i przejęć pod kątem sektorów w Europie Środkowo-Wschodniej i w Polsce, wskazuje

na podobieństwa do modelu zachodnioeuropejskiego. W Polsce najwięcej transakcji zawarto w sektorach telekomunikacyjnym, finansowym i energetycznym.

#### **Obszar tematyczny V. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne**

1. Różański J., Kaźmierska-Jóźwiak B., Starzyńska D. (2016), *Aktywność jednostek samorządu terytorialnego w pozyskiwaniu kapitału zagranicznego* [w:] Karaszewski W. (red.), *Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w wybranych województwach Polski – analiza porównawcza* (978-8-3231-3758-0), Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika w Toruń, Toruń 2016, s. 177-197.

Publikacja jest efektem zakończonego w 2015 roku projektu badawczego „*Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w wybranych województwach Polski – analiza porównawcza*” (opis w wykazie dorobku). Badaniami (kwestionariusze ankietowe skierowane do przedsiębiorstw zagranicznych i jednostek samorządu terytorialnego) zostały objęte województwa: kujawsko-pomorskie, łódzkie, warmińsko mazurskie i wielkopolskie. Jest to, jak dotąd, pierwszy projekt dotyczący aspektów regionalnych bezpośrednich inwestycji zagranicznych w Polsce, obejmujący swym zasięgiem kilka województw i jednocześnie pierwszy międzyuczelniany projekt o tej tematyce. Przeprowadzone badania wskazują, że bezpośrednio inwestycje zagraniczne odegrały, i wciąż odgrywają, istotną rolę w rozwoju gospodarki kraju. Wspólnie z J. Różańskim i D. Starzyńską opracowaliśmy rozdział 5 (s. 177-198), w którym oceniliśmy aktywność badanych jednostek samorządu terytorialnego w pozyskiwaniu kapitału zagranicznego.

2. Różański J., Jasiniak M., Kaczmarska-Krawczak J., Kaźmierska-Jóźwiak B., Starzyńska D. (2015), *Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w województwie łódzkim - raport z badania przeprowadzonego w 2015 roku wśród przedsiębiorstw i jednostek samorządu terytorialnego województwa*, Uniwersytet Łódzki, Wydział Zarządzania, Łódź 2015.

Raport z badań prowadzonych w 2015 roku, omawia najważniejsze aspekty związane z działalnością inwestorów zagranicznych w województwie łódzkim (Różański J., Jasiniak M., Kaczmarska-Krawczak J., Kaźmierska-Jóźwiak B., Starzyńska D. 2015). Badaniem ankietowym objęto wszystkie jednostki samorządowe województwa oraz większość przedsiębiorstw z udziałem kapitału zagranicznego. Uzyskano zwrot od 95 przedstawicieli samorządów i 56 zarządów przedsiębiorstw z udziałem kapitału zagranicznego. Raport przedstawia wyniki badań w odniesieniu do m.in. oceny znaczenia bezpośrednich inwestycji zagranicznych dla województw łódzkiego, oceny determinant wyboru województwa łódzkiego jako miejsca lokalizacji inwestycji zagranicznych oceny aktywności i wsparcia instytucji rządowych, samorządowych i otoczenia biznesu na rzecz pozyskiwania inwestorów zagranicznych do prowadzenia przez nich działalności w województwie łódzkim, oceny skuteczności instrumentów stosowanych przez powyższe jednostki na rzecz podnoszenia atrakcyjności inwestycyjnej regionu. Raport dostępny jest w wersji elektronicznej.



## **Obszar tematyczny VI. Uwarunkowania strategii finansowania przedsiębiorstw**

1. Kaźmierska-Jóźwiak B., Marszałek J. (2012), *Charakterystyka strategii finansowych firm rodzinnych na przykładzie spółek sektora usług turystycznych*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H Oeconomia”, vol. XLVI, nr. 1, s. 199-208.

W publikacji podjęto problematykę strategii finansowania firm rodzinnych na przykładzie przedsiębiorstw z sektora usług turystycznych. Badanie wykazało awersję badanych podmiotów do zadłużania się. W przypadku spółek finansujących się długiem, zadłużenie miało charakter długoterminowy, przy czym stopień zadłużenia był niewielki. Badane podmioty utrzymywały bezpieczny poziom płynności. Podsumowując, analizowane spółki rodzinne stosowały konserwatywną strategię finansową, co jest spójne z wynikami badań światowych (m.in. Gallo i Vilaseca, 1996).

2. Kaźmierska-Jóźwiak B., Marszałek J. (2011), *Właścicielskie uwarunkowania strategii finansowania – wybrane przykłady spółek notowanych na GPW w Warszawie*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr. 158, s. 979-987.

W artykule badano właścicielskie uwarunkowania strategii finansowania. Analizie poddano strukturę finansowania spółek w zależności od stopnia skoncentrowania własności (na grupie wybranych spółek notowanych na GPW w Warszawie). Rezultaty badań wskazują na umiarkowane skorelowanie zmiennych. Ponadto, kierunek zależności jest uwarunkowany rodzajem sektora, w którym działa przedsiębiorstwo.

3. Kaźmierska-Jóźwiak B., Marszałek J. (2010), *Decyzje w zakresie krótkoterminowego zarządzania finansami na przykładzie spółek sektora spożywczego notowanych na GPW w Warszawie*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H Oeconomia”, vol. 46, nr. 1, s. 861-870.

Głównym celem artykułu była analiza decyzji podejmowanych w przedsiębiorstwie w obszarze zarządzania płynnością oraz ich wpływ na inne w obszary funkcjonowania przedsiębiorstwa. Analizy przeprowadzono na grupie spółek z sektora spożywczego, które tworzyły skład indeksu WIG Spożywczy w II kwartale 2010 roku. Dokonano oceny związków statystycznych zachodzących pomiędzy różnymi miarami płynności a wybranymi wskaźnikami finansowymi. W badaniach potwierdzono, że czynnikiem decydującym o poziomie płynności, a zatem wpływającym na decyzje w obszarze krótkoterminowego zarządzania finansami przedsiębiorstw jest zdolność do uzyskania przychodu operacyjnego.

## **6. Podsumowanie dorobku i osiągnięć naukowo-badawczych**

Moja aktywność naukowa to z jednej strony indywidualna praca badawcza, w szczególności nad problematyką polityki dywidend i polityki wypłat spółek na rzecz akcjonariuszy. Tezy swoich badań prezentowałam na wielu krajowych i zagranicznych konferencjach naukowych. Okazją do dyskusji tez moich badań był staż naukowy odbyty w Katedrze Finansów Przedsiębiorstw i Finansów Publicznych, Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.

Z drugiej zaś, uczestnictwo w zespołach badawczych. Uczestniczyłam w pracach zespołów badawczych powoływanych w ramach Katedry Finansów i Strategii Przedsiębiorstwa, jak i w ramach współpracy między uczelniami (Uniwersytet Marii Curie Skłodowskiej w Lublinie, Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu, Uniwersytet Warmińsko-Mazurski w Olsztynie, Uniwersytet Przyrodniczy w Poznaniu), czy w ramach współpracy międzynarodowej (Technical University of Liberec, DHBW Karlsruhe, South-Eastern Finland University, Ecole de Management Strasbourg, Université de Cergy-Pontoise, ISMAI Porto, ISCAP Porto, Budapest Business School, Stellenbosch University). Taki rodzaj współpracy daje możliwość dyskusji na temat podejmowanych zagadnień w szerszym gronie naukowców, pozwalając spojrzeć na dane zagadnienie z różnych perspektyw. Nieoceniona jest również wymiana doświadczeń i poglądów.

Dorobek naukowo-badawczy zgromadzony przeze mnie po uzyskaniu stopnia doktora, w ujęciu syntetycznym obejmuje następujące osiągnięcia naukowe:

1. **Kierowanie lub udział w międzynarodowych i krajowych projektach badawczych:**
  - 1.1. Rola rad nadzorczych w procesach formułowania i realizowania strategii spółek, projekt realizowany w latach 2011-2013 (Nr projektu NN 115401340), **wykonawca**.
  - 1.2. Struktura finansowania a rozwój przedsiębiorstw rodzinnych regionu łódzkiego (2010-2012) (Nr projektu NN 115 302038), **wykonawca**.
  - 1.3. Systemowe wsparcie procesów zarządzania JST (EFS, PO Kapitał Ludzki, Priorytet V, Działanie 5.2, Poddziałanie 5.2.2.), **wykonawca**.
  - 1.4. EU-CAB *Comparative analyses of European identities in business and every-day behaviour*. Projekt realizowany jest w ramach programu Erasmus+ Partnerstwo strategiczne w sektorze szkolnictwa wyższego. Okres realizacji 2018-2021. Projekt realizuje konsorzjum 8 uczelni z sześciu krajów (DHBW Karlsruhe, Niemcy, South-Eastern Finland University, Finlandia, Ecole de Management Strasbourg, Francja, Université de Cergy-Pontoise, Francja, University of Lodz, Polska, University of Technology Lodz, Polska, ISMAI Porto, Portugalia, ISCAP Porto, Portugalia, Budapest Business School, Węgry. **Kierownik projektu po stronie UŁ**.
  - 1.5. Projekt „Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w wybranych województwach Polski – analiza porównawcza” realizowany przez Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu (koordynator projektu), Uniwersytet Łódzki, Uniwersytet Warmińsko-Mazurski w Olsztynie, Uniwersytet Przyrodniczy w Poznaniu przy wsparciu Urzędów Marszałkowskich województw: kujawsko-pomorskiego, łódzkiego i warmińsko-mazurskiego), **wykonawca**.
2. Uczestnictwo w 28 **konferencjach naukowych o zasięgu międzynarodowym i ogólnopolskim**, odbywających się zarówno w Polsce, jak i za granicą, podczas których prezentowałam wyniki prowadzonych badań.
3. Opublikowanie 1 współautorskiego artykułu na liście A, **sumaryczny IF 1,311** (publikacja z roku 2018).
4. **Nagrody i wyróżnienia za działalność naukowo-badawczą**, w tym:

- 2017 Nagroda Indywidualna Rektora Uniwersytetu Łódzkiego za cykl publikacji „Polityka dywidend niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie”.
- 2015 Brązowy Medal za Długoletnią Służbę, przyznany postanowieniem Prezydenta Rzeczypospolitej.
- 2012 Nagroda Dziekana Wydziału Zarządzania za wkład w rozwój Wydziału.
- 2005 Nagroda Dziekana Wydziału Zarządzania za osiągnięcia naukowo-badawcze.
- 5. **Członkostwo w Radzie Naukowej** Instytutu Technologii Materiałów Elektronicznych (ITME) w Warszawie (od 2018 roku).
- 6. **Członkostwo w Radzie Ekspertów** w PHIN Consulting Sp. z o.o. z siedzibą w Łodzi (2016-2017).
- 7. **Członkostwo w organizacjach naukowych:**
  - TNOiK (Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa).
  - PTE (Polskie Towarzystwo Ekonomiczne) – w trakcie procesu aplikacyjnego.
- 8. **Recenzowanie grantu badawczego** - Narodowe Centrum Nauki (2014).
- 9. **Recenzowanie 2 artykułów** dla czasopisma „International Journal of Finance and Economics”, potwierdzone certyfikatem (Lista A MNiSW).
- 10. **Recenzowanie 2 monografii naukowych** opublikowanych w języku polskim (Wydawnictwo UMCS Lublin oraz Difin).
- 11. Uczestnictwo w **radach redakcyjnych czasopism:**
  - Editorial Board “EMAJ: Emerging Markets Journal”, University Library System, University of Pittsburgh (od 2016);
  - Review Board, “International Journal of Experimental Learning & Case Studies”, Institute of Business Management, Karachi (od 2018).

Moje prace naukowe były publikowane między innymi w następujących czasopismach zagranicznych:

- E+M Ekonomie a Management/ E&M Economics and Management (20 pkt, część A wykazu czasopism MNiSW),
- EMAJ: Emerging Markets Journal,
- Social Sciences/ Socialiniai mokslai (10 pkt, część B wykazu czasopism MNiSW)

oraz czasopismach krajowych:

- Acta Universitatis Lodziensis Folia Oeconomica,
- Acta Universitatis Nicolai Copernici, Ekonomia,
- Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H Oeconomia,
- Ekonometria,
- Ekonomia i Organizacja Przedsiębiorstwa,
- Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy,
- Organizacja i Kierowanie,
- Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu,
- Przegląd Organizacji,

- Zarządzanie i Finanse (Uniwersytet Gdański),
- Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia.

## 7. Działalność dydaktyczna, popularyzatorska i organizacyjna

Podsumowanie mojego dorobku dydaktycznego, popularyzatorskiego i organizacyjnego chciałabym zacząć od zagadnień **organizacyjnych**, bowiem zadania z tego obszaru stanowią od 2007 roku istotną część mojej pracy na rzecz Wydziału Zarządzania UŁ.

W 2007 roku podjęłam się pełnienia funkcji Pełnomocnika Rektora ds. Programu Erasmus i ECTS na Wydziale Zarządzania UŁ – obecnie jestem Pełnomocnikiem Dziekana ds. Programów Wymiany Międzynarodowej. W roku 2007 Wydział Zarządzania miał podpisanych kilkanaście umów dotyczących współpracy w ramach programu Erasmus (obecnie Erasmus+), z których korzystała niewielka grupa studentów oraz pracowników. W ciągu 12 lat, w ramach rozwoju procesu internacjonalizacji Wydziału, nawiązywałam kontakty, negocjowałam nowe umowy partnerskie, prowadziłam działania mające na celu popularyzację programu Erasmus+. Obecnie Wydział Zarządzania UŁ ma podpisane umowy Erasmus+ ze 104 uczelniami partnerskimi - w roku 2018 z programu skorzystało około 90 studentów, 32 pracowników naukowo-dydaktycznych, 6 pracowników administracji Wydziału Zarządzania UŁ.

W latach 2007-2011 w ramach pełnienia funkcji koordynatora programu Erasmus+ jednoosobowo zajmowałam się:

- inicjowaniem i zawieraniem umów z partnerami zagranicznymi,
- kwalifikowaniem, w porozumieniu z Dziekanem, studentów na stypendia programu,
- zatwierdzaniem, w porozumieniu z Dziekanem, programu studiów oraz wykazu zaliczeń, studentów biorących udział w wymianie,
- rekrutacją nauczycieli akademickich Wydziału Zarządzania UŁ na wyjazdy w celu prowadzenia zajęć dydaktycznych w ramach programu Erasmus+,
- sprawami organizacyjno-naukowymi studentów przyjeżdżających (zatwierdzenie i zmiany porozumień o programie studiów, planowanie zajęć, przygotowywanie wykazu zaliczeń uzyskanych na UŁ),
- organizowaniem wizyt pracowników uczelni zagranicznych przyjeżdżających w ramach programu Erasmus+ Teaching Staff Mobility na Wydział Zarządzania.

W roku 2009 moja działalność na tym polu została doceniona przez władze Uczelni, przyznaniem Indywidualnej Nagrody Rektora Uniwersytetu Łódzkiego za szczególne osiągnięcia organizacyjne - w uznaniu „za zaangażowanie w realizację celów Programu Erasmus oraz komponentów systemu ECTS oraz w uznaniu indywidualnych osiągnięć w realizacji strategii internacjonalizacji studiów w UŁ”. Od roku 2011 na Wydziale Zarządzania UŁ działa kilkusobowa sekcja ds. programów wymiany międzynarodowej.

Ponadto, w ramach obowiązków organizacyjnych byłam członkiem Rady Programowej Wydziału Zarządzania UŁ (lata 2007-2012). Rada zajmowała się między innymi opiniowaniem

zmian w planach studiów, propozycji dotyczących wprowadzania do planu studiów nowych przedmiotów, opiniowaniem i zatwierdzaniem pytań na egzaminy licencjackie, magisterskie, omawianiem planu hospitalizacji zajęć, kart indywidualnych obciążeń dydaktycznych.

W latach 2012-2016 byłem członkiem z wyboru Rady Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Łódzkiego jako przedstawicielka „pomocniczych” nauczycieli akademickich.

Od 2007 roku jestem sekretarzem Wydziałowej Komisji Programu Erasmus+ ds. rekrutacji studentów oraz pracowników będących nauczycielami akademickimi. Odpowiadam za przeprowadzenie całego procesu rekrutacyjnego.

Od 2007 roku jestem także przedstawicielem Wydziału Zarządzania w Uczelnianej Komisji ds. Programu Erasmus i innych programów mobilnościowych.

W trakcie całej swojej pracy na Wydziale Zarządzania UŁ aktywnie uczestniczę w **procesach kształcenia** na kierunkach pierwszego stopnia (Finanse i Inwestycje, Zarządzanie) oraz drugiego stopnia (Finanse i Rachunkowość), gdzie jestem koordynatorem 4 przedmiotów (*Wprowadzenie do finansów i rachunkowości, Finanse przedsiębiorstwa, Planowanie finansowe, Fuzje i przejęcia*).

W roku 2010 byłem członkiem zespołu opracowującego unikatowy kierunek *Finanse i inwestycje* na studiach licencjackich na Wydziale Zarządzania. Przygotowaliśmy program kształcenia o charakterze praktycznym, oferujący wiedzę i umiejętności w zakresie zarządzania finansami przedsiębiorstw, realizacji inwestycji rzeczowych oraz kapitałowych. Oferta dydaktyczna (kierunek wprowadzono w 2012 roku) spotkała się z dużym zainteresowaniem kandydatów. Na kierunku prowadzę *Finanse przedsiębiorstwa* (koordynator przedmiotu), *Planowanie finansowe* (koordynator przedmiotu) oraz seminarium licencjackie.

Również w 2010 roku byłem zaangażowana w opracowanie ścieżki kształcenia na nowotworzonej specjalności *Doradca finansowy* (od roku 2018/2019 zmiana na *Menedżer finansowy*) na kierunku *Finanse i rachunkowość* na studiach II stopnia. Program specjalności (wprowadzony w 2012 roku) koncentruje się na problematyce z zakresu zarządzania portfelem inwestycji, szeroko rozumianego doradztwa inwestycyjnego, wyceny papierów wartościowych. Na specjalności prowadzę autorski przedmiot *Fuzje i przejęcia* (koordynator przedmiotu) oraz *Finanse korporacyjne*.

Prowadziłam lub prowadzę zajęcia na studiach licencjackich, magisterskich, podyplomowych, zarówno w języku polskim, jak i angielskim (*Wprowadzenie do finansów i rachunkowości, Finanse przedsiębiorstwa, Analiza finansowa, Planowanie finansowe, Wycena dłużnych papierów wartościowych, Polityka dywidend w spółce akcyjnej, Finanse korporacyjne, Fuzje i przejęcia, Corporate finance*).

W bieżącym roku akademickim zgłosiłam do oferty zajęć dla studentów mobilnościowych, studiujących na Wydziale Zarządzania UŁ, przedmiot pt. *Mergers and Acquisitions*.

Poza wymienionymi wyżej zajęciami dydaktycznymi prowadziłam szereg seminariów licencjackich i magisterskich na kierunkach *Finanse i Inwestycje* oraz *Finanse i Rachunkowość*. Byłam promotorem ponad 150 prac licencjackich i około 150 prac magisterskich (wliczając prace przygotowywane przez studentów Społecznej Akademii Nauk).

Praca w SAN przyniosła mi doświadczenie w zakresie prowadzenia zajęć „na odległość” w oparciu o platformę e-learningową. Wiązało się to nabyciem umiejętności w obszarze przygotowywania materiałów udostępnianych na platformie, testów na potrzeby platformy, prowadzenia e-konsultacji, czatów, itd.

Ponadto, na zlecenie TNOiK, prowadziłam szkolenia z zakresu oceny opłacalności projektów inwestycyjnych i planowania finansowego dla kadry kierowniczej spółki Elbest Sp. z o.o. Na studiach podyplomowych prowadziłam warsztaty z Analizy finansowej i Planowania finansowego.

Aktywnie uczestniczę w promocji Wydziału Zarządzania w środowisku biznesowym, między innymi jako członek Rady Naukowej Instytutu Technologii Materiałów Elektronicznych (ITME) w Warszawie (od 2018 roku), czy jako członek Rady Ekspertów w PHIN Consulting Sp. z o.o. z siedzibą w Łodzi (2016-2017).

## **8. Podsumowanie aktywności międzynarodowej**

Funkcja Pełnomocnika Dziekana ds. Programów Wymiany Międzynarodowej realizowana jest przez zadania wykonywane na Wydziale, które mają zasięg i znaczenie międzynarodowe. W ramach realizacji swoich obowiązków odbyłam kilkanaście wizyt monitorujących istniejącą i przygotowujących przyszłą współpracę w obszarze programu Erasmus+, promując przy tym Wydział Zarządzania UŁ i Uniwersytet Łódzki (szczegóły w wykazie dorobku).

Moja aktywność międzynarodowa obejmuje także działalność dydaktyczną. Prowadziłam zajęcia jako *visiting lectures* w 9 uczelniach zagranicznych (szczegóły w wykazie dorobku). Te wizyty umożliwiły nie tylko podzielenie się wiedzą i doświadczeniem ze studentami i pracownikami uczelni goszczących, ale wielokrotnie pozwoliły na nawiązanie kontaktów, które owocowały lepszą współpracą w ramach mobilności studentów i pracowników, często także współpracą w obszarze naukowo-badawczym.

Po uzyskaniu stopnia doktora nastąpiła także intensyfikacja mojej aktywności naukowej w wymiarze międzynarodowym. Wyraża się ona w rozwijaniu współpracy międzynarodowej (obecnie z dr Nicolene Wesson ze Stellenbosh University opracowujemy koncepcję wspólnych badań porównujących problematykę nabywania akcji własnych w Polsce i RPA), realizacji badań z zagranicznymi ośrodkami oraz poprzez umiędzynaradawianie dorobku naukowego.

Do najważniejszych osiągnięć w obszarze aktywności międzynarodowej zaliczam:

- opublikowanie 1 współautorskiego artykułu w czasopiśmie „E&M Economics and Management” (lista A, sumaryczny impact factor: 1,311),
- opublikowanie 11 artykułów w języku angielskim, w tym 9 za granicą,
- uczestnictwo w 7 międzynarodowych konferencjach naukowych i prezentacja też swoich artykułów,
- odbycie stażu naukowego w zagranicznym ośrodku naukowym,
- kierowanie 1 międzynarodowym projektem badawczym oraz udział w konsorcjum 6 zagranicznych uczelni,
- recenzowanie 2 artykułów naukowych w czasopiśmie „International Journal of Finance and Economics”, Lista A MNiSW,
- członkostwo w Editorial Board czasopisma z indeksacją międzynarodową “Emerging Markets Journal”, którego wydawcą jest University Library System, University of Pittsburgh, USA (od 2016),
- członkostwo w Review Board czasopisma “International Journal of Experimental Learning & Case Studies”, Institute of Business Management, Karachi (od 2018),
- członkostwo w Komitecie Programowym *International Conference Liberec Economic Forum 2019*, która odbędzie się we wrześniu 2019 w Libercu (Czechy), <http://lef.tul.cz/>,
- prowadzenie zajęć dydaktycznych w 9 ośrodkach zagranicznych (visiting lectures LLP Erasmus+),
- odbycie wizyt monitorujących i przygotowujących przyszłą współpracę z Wydziałem Zarządzania UŁ oraz promujących Wydział i Uniwersytet Łódzki w 11 uczelniach zagranicznych.

#### **Literatura:**

Aczel A.D. (2000), *Statystyka w zarządzaniu*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Andriosopoulos D., Hoque H. (2013), *The determinants of share repurchases in Europe*, „International Review of Financial Analysis”, no. 27, s. 65–76.

Asquith P., Mullins Jr D.W. (1986), *Signalling with dividends, stock repurchases, and equity issues*, „Financial Management”, vol. 15(3), s. 27–44.

Benartzi S., Michaely R., Thaler R. (1997), *Do changes in dividends signal the future or the past?*, „The Journal of Finance”, vol. 52(3), s. 1007–1034.

Bevan A. A., Danbolt J. (2002), *Capital structure and its determinants in the UK-a decompositional analysis*, “Applied Financial Economics”, vo. 12(3), s. 159-170.

Brown S.J., Warner J.B. (1985), *Using daily stock returns: The case of event studies*, „Journal of Financial Economics”, vol. 14(1), s. 3–31.

Denis D.J., Osobov I. (2008), *Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy*, „Journal of Financial Economics”, vol. 89(1), s. 62–82.

- Desai M.A., Jin L. (2011), *Institutional tax clienteles and payout policy*, „Journal of Financial Economics”, vol. 100(1), s. 68–84.
- DeAngelo H., DeAngelo L., Stulz R.M. (2006), *Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory*, „Journal of Financial Economics”, vol. 81(2), s. 227–254.
- Dittmar A.K. (2000), *Why do firms repurchase stock*, „The Journal of Business”, vol. 73(3), s. 331–355.
- Easterbrook F.H. (1984), *Two agency cost explanations of dividends*, „The American Economic Review”, vol. 74, no. 4, s. 650–659.
- Floyd E., Li N., Skinner D.J. (2015), *Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends*, „Journal of Financial Economics”, vol. 118(2), s. 299–316.
- Gallo M. A., Vilaseca A. (1996), *Finance in family business*, „Family Business Review”, vol. 9(4), s. 387–401.
- Grullon G., Michaely R. (2002), *Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis*, „The Journal of Finance”, vol. 57(4), s. 1649–1684.
- Gruszczynski M. (red.) (2012), *Mikroekonometria: modele i metody analizy danych indywidualnych*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa.
- Gryglewicz S. (2004), *Stock repurchase as an alternative to dividend payout: Evidence from the Warsaw Stock Exchange*, University of Aarhus Working Paper Series, no. 169.
- Gurgul H. (2012), *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa.
- Gurgul H., Majdosz P. (2005), *Effect of Dividend and Repurchase Announcements on the Polish Stock Market*, „Badania Operacyjne i Decyzje”, nr 1, s. 25–39.
- Hail L., Tahoun A., Wang C. (2014), *Dividend payouts and information shocks*, „Journal of Accounting Research”, vol. 52(2), s. 403–456.
- He W., Ng L., Zaiats N., Zhang B. (2017), *Dividend policy and earnings management across countries*, „Journal of Corporate Finance”, vol. 42, s. 267–286.
- Horbaczewska B. (2012), *Wypłaty dla akcjonariuszy a wycena akcji na rynku kapitałowym*, CeDeWu.pl, Warszawa.
- Hribar P., Jenkins N.T., Johnson W.B. (2006), *Stock repurchases as an earnings management device*, „Journal of Accounting and Economics”, vol. 41(1–2), s. 3–27.
- Ikenberry D., Lakonishok J., Vermaelen T. (1995), *Market underreaction to open market share repurchases*, „Journal of Financial Economics”, vol. 39(2), s. 181–208.
- Jacob M., Jacob M. (2013), *Taxation, dividends, and share repurchases: Taking evidence global*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, vol. 48(4), s. 1241–1269.
- Jagannathan M., Stephens C.P., Weisbach M.S. (2000), *Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases*, „Journal of Financial Economics”, vol. 57(3), s. 355–384.
- Jensen M.C. (1986), *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers*, „The American Economic Review”, vol. 76(2), s. 323–329.
- Kowalewski O., Stetsyuk I., Talavera O. (2007), *Do corporate governance and ownership determine dividend policy in Poland?*, „Bank i Kredyt”, vol. 11-12, s. 60-86.
- Kowerski M. (2011), *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Konsorcjum Akademickie, Kraków–Rzeszów–Zamość.
- Kowerski M. (2017), *Payout Policy of European Companies*, „Barometr Regionalny. Analizy i Prognozy”, vol. 15, issue 3, s. 11–28.
- Kuhnhausen F., Stieber H.W. (2014): *Determinants of capital structure in non-financial companies*. Munich Discussion Paper, 2014, no. 39, <http://epub.ub.uni-muenchen.de/21167/> dostęp 19.07.2015.
- Lee C.I., Ejara D.D., Gleason K.C. (2010), *An empirical analysis of European stock repurchases*, „Journal of Multinational Financial Management”, vol. 20(2–3), s. 114–125.
- Lintner J. (1956), *Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes*, „The American Economic Review”, vol. 46(2), s. 97–113.
- Nowak E. (2012), *Zarys metod ekonometrii. Zbiór zadań*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.



- Nissim D., Ziv A. (2001), *Dividend changes and future profitability*, „The Journal of Finance”, vol. 56(6), s. 2111–2133.
- Ofer A.R., Thakor A.V. (1987), *A theory of stock price responses to alternative corporate cash disbursement methods: Stock repurchases and dividends*, „The Journal of Finance”, vol. 42(2), s. 365–394.
- Pieloch A. (2012), *Motywy i efekty wykupu akcji własnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Rajan R.G., Zingales L. (1995), *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*, „The Journal of Finance”, vol. 50(5), s. 1421-1460.
- Rozeff M. (1982), *Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios*, „Journal of Financial Research”, vol. 5, no. 3, s. 249–259.
- Renneboog L., Trojanowski G. (2011), *Patterns in payout policy and payout channel choice*, „Journal of Banking & Finance”, vol. 35(6), s. 1477–1490.
- Skinner D.J. (2008), *The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases*, „Journal of Financial Economics”, vol. 87(3), s. 582–609.
- Von Eije H., Megginson W.L. (2008), *Dividends and share repurchases in the European Union*, „Journal of Financial Economics”, vol. 89(2), s. 347–374.
- Wesson N., Smit E., Kidd M., Hamman W.D. (2018), *Determinants of the choice between share repurchases and dividend payments*, „Research in International Business and Finance”, no. 45, s. 180–196.
- Zarębski S. (2013), *Alternatywne formy wypłat inwestorskich w polityce dywidend spółek niepublicznych*, „Zarządzanie i Finanse”, nr 11(2), cz. 2, s. 607–618.
- Zyguła A. (2018), *Changes in a Company's Current Dividend Level and Their Impact on Future Profits – Theory and Practice*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie”, nr 9(969), s. 97–111.

Bożena Karwowska - Józniak