

mgr Wojciech Chudziński

Szkoła Doktorska US

Uniwersytet Szczeciński

Instytut Ekonomii i Finansów

Katedra Finansów i Bankowości

mail: wojciech.chudziński@phd.usz.edu.pl

edu.pl

ORCID: 0009-0002-7484-5615

dr Mateusz Czerwiński

Uniwersytet Szczeciński

Instytut Ekonomii i Finansów

Katedra Finansów i Bankowości

mail: mateusz.czerwinski@usz.edu.pl

ORCID: 0000-0003-2060-4867

Leasing zwrotny w spółkach notowanych na GPW w latach 2004–2024 – perspektywa inwestorów

Investor's perspective on sale and leaseback: empirical evidence from WSE listed companies from 2004 to 2024

Słowa kluczowe:

analiza zdarzeń, leasing

zwrotny, zarządzanie wartością

przedsiębiorstwa

Streszczenie: W ostatniej dekadzie obserwuje się istotny wzrost dostępności kapitału, co przełożyło się na spadek liczby przedsiębiorców wskazujących ten czynnik jako kluczowe wyzwanie w prowadzeniu działalności gospodarczej. Zmiana ta mogła również oddziaływać na decyzje inwestorów, dla których informacje dotyczące pozyskiwania kapitału stopniowo traciły na znaczeniu. W związku z tym w niniejszym artykule przeprowadzono analizę nadzwyczajnych stóp zwrotu związanych z publikacjami spółek giełdowych dotyczącymi transakcji leasingu zwrotnego. Pomimo relatywnie niewielkiej popularności tej formy finansowania, została ona wybrana ze względu na jej bezpośredni związek z działalnością operacyjną przedsiębiorstw. Wyniki analizy wskazują, że istotne nadzwyczajne stopy zwrotu w oknie t (0, +1) występują wyłącznie po ogłoszeniu zawarcia umowy leasingu zwrotnego. Ponadto zaobserwowano zmiany reakcji inwestorów na tego typu komunikaty w analizowanym okresie – w latach 2014–2024 nadzwyczajne stopy zwrotu były istotnie wyższe niż w latach 2004–2013.

Keywords:

event study, sale and leaseback,

corporate value management

Abstract: The last decade has seen a significant increase in the availability of capital, which has translated into a decline in the number of entrepreneurs identifying this factor as a key challenge in doing business. This change may also have affected the decisions of investors, for whom information on raising capital has gradually become less important. Accordingly, this article analyzes the extraordinary

JEL:
G11, G14, G32, G34

rates of return associated with publications by listed companies on leaseback transactions. Despite the relatively low popularity of this form of financing, it was chosen because of its direct connection with the operational activities of companies. The results of the analysis indicate that significant extraordinary returns in the $t(0, +1)$ window occur only after the announcement of a sale-leaseback deal. In addition, a change in the reaction of investors to such announcements was observed over the analyzed period – in 2014–2024, extraordinary rates of return were significantly higher than in 2004–2013.

Wprowadzenie

Dostępność kapitału, rozumiana jako możliwość pozyskania przez przedsiębiorstwa finansowania w celu realizacji określonych zadań operacyjnych i celów inwestycyjnych, od zawsze stanowiła jeden z podstawowych warunków prowadzenia i rozwoju działalności gospodarczej. Jednak zmiany towarzyszące finansyzacji gospodarek rynkowych, w tym rozwój rynków kapitałowych i dłużnych, nowe narzędzia zarządzania płynnością finansową, podporządkowanie usług doradczych ogólnemu kryterium maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy spowodowały istotną zmianę roli tego czynnika [Urban, 2020, s. 173–175]. Zgodnie z wynikami badań *Survey on the access to finance of enterprises* (SAFE), prowadzonych przez Europejski Bank Centralny i Komisję Europejską, odsetek unijnych przedsiębiorców, dla których ograniczenia w dostępie do kapitału są „ekstremalnie ważną” barierą w bieżącym funkcjonowaniu, zmniejszył się z 15,1% w 2013 r. [European Central Bank, IPSOS, 2013, s. 16] do 7,0% w IV kwartale 2025 r. [European Central Bank, 2025, s. 203]. Co więcej, spośród wszystkich wyzwań związanych z prowadzeniem działalności gospodarczej i uwzględnianych rokrocznie w badaniach SAFE, dostępność do kapitału jest obecnie wskazywana jako ostatnia, czyli najmniej ważna, podczas gdy jeszcze dekadę temu średnia ocen przedsiębiorców pozycjonowała tę barierę jako drugą najważniejszą – tylko trudności z pozyskiwaniem klientów były uznawane za większą przeszkodę w rozwoju biznesu.

Jednocześnie dotychczasowe badania z obszaru teorii sygnalizacji [Fungáčová i in., 2020] i hipotezy ograniczonej uwagi [Huang i in., 2022] wskazują, że decyzje i komunikaty spółek publicznych dotyczące źródeł finansowania znajdują wysoką pozycję w hierarchii zainteresowania inwestorów. W związku z tym w niniejszym artykule sformułowano pytanie badawcze: **czy zmiany w hierarchii barier funkcjonowania przedsiębiorstw i spadek znaczenia czynników o charakterze finansowym¹ znajdu-**

¹ Niewątpliwie interesującym zadaniem badawczym, powiązanim z tym tematem, byłaby identyfikacja przyczyn wskazanej zmiany w wynikach badań SAFE i powodów niższych ocen przedsiębiorców w odnie-

ją odzwierciedlenie w decyzjach rynkowych inwestorów i ich reakcji w odpowiedzi na komunikat o pozyskaniu nowego finansowania? Podejmując próbę odpowiedzi na tak sformułowane pytanie przeprowadzono analizę nadzwyczajnych stóp zwrotu spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, które w latach 2004–2024 opublikowały komunikat o planowanej lub zrealizowanej transakcji leasingu zwrotnego (*sale and leaseback*, SLB).

Wybór komunikatów dotyczących leasingu zwrotnym wynikał z dwóch przesłanek. Po pierwsze, jest to instrument finansowy zazwyczaj związany z aktywami trwałymi o istotnej wartości rynkowej, kluczowymi z punktu widzenia kontynuacji działania leasingobiorcy. W rezultacie, zarówno ze względu na dużą wartość transakcji, jak i istotny związek z prowadzoną działalnością spółki mogą stanowić istotny sygnał dla inwestorów w kontekście szans na realizację przyszłych korzyści ekonomicznych. Znaczenie leasingu zwrotnego dla inwestorów potwierdzają m.in. wyniki badań Slovina i in. [1990], Grönlunda i in. [2008], Wellsa i Whitby’ego [2012] oraz Whitby’ego [2013].

Po drugie, leasing zwrotny ma charakter strategiczny, dlatego nie jest wykorzystywany równie często jak kredyty inwestycyjne, leasing finansowy i operacyjny. Większa unikatowość i mniejsza częstotliwość leasingu zwrotnego ograniczają problem *overlapingu*, czyli nakładania się zdarzeń korporacyjnych tego samego typu w różnych spółkach. Pozwala to na bardziej precyzyjne wyizolowanie reakcji inwestorów na określony komunikat oraz zwiększa szansę na zaobserwowanie zmian w skali tej reakcji w długim horyzoncie czasowym. W konsekwencji uznano, że wykorzystanie komunikatów dotyczących leasingu zwrotnego może stanowić użyteczne „laboratorium badawcze” w kontekście sformułowanego pytania.

Przegląd literatury

Kapitał finansowy, mimo że współcześnie stanowi jeden z wielu rodzajów kapitałów wykorzystywanych w działalności gospodarczej [Zalewski, 2023], wciąż jest jej nieodłącznym czynnikiem wytwórczym. Umożliwia on sprawne funkcjonowanie przedsiębiorstw zarówno w perspektywie krótko-, jak i długoterminowej oraz determinuje ich zdolność do inwestycji w rozwój lub ekspansję [Jaworski, Czerwonka, 2022, s. 17]. Jednocześnie, wraz z postępem gospodarczym i rosnącym zapotrzebowaniem na elastyczne źródła pozyskiwania kapitału, na rynku pojawiały się nowe produkty finansowe

sieniu do barier związanych z dostępem do finansowania. Z całą pewnością wpływ na wskazania przedsiębiorców miały uwarunkowania systemowe i stosunkowo długi okres łagodzenia polityki monetarnej i tak zwane środowisko niskich stóp procentowych [Schmidt-Jessa, 2024]. Dodatkowo w ostatnich latach nastąpił dynamiczny rozwój segmentu *private debt* i sektora fintech, co zwiększyło dostępność nowoczesnych form finansowania działalności gospodarczej [Lipski, 2021; Bollaert i in., 2021].

[Łukasik, 2020, s. 134]. Jednym z takich niestandardowych źródeł finansowania jest SLB, polegający na jednoczesnej sprzedaży i dzierżawie posiadanych przez przedsiębiorstwo aktywów trwałych². W rezultacie przedsiębiorstwo traci prawo własności do składników majątku, zachowując jednocześnie możliwość ich dalszego użytkowania oraz zwiększając dostępność środków pieniężnych. Bednarz i Gostomski [2006, s. 122] zwracają uwagę, że charakterystyczną cechą SLB jest podwójna rola przedsiębiorstwa, które w jednej transakcji występuje zarówno jako sprzedający składnik aktywów, jak i jego leasingobiorca.

Dotychczasowe badania empiryczne dotyczące SLB można podzielić na trzy główne nurty. Pierwszy obejmuje szeroko rozumianą identyfikację i ocenę czynników zwiększających skłonność podmiotów gospodarczych i jednostek samorządowych do zawierania transakcji SLB [Kim i in., 1978; Sirmans, Slade, 2010]. Drugi nurt analizuje SLB w kontekście jego substytucyjności względem kredytu i innych instrumentów finansowania dłużnego [Schallheim i in., 2013]. Trzeci, kluczowy z perspektywy podjętego w artykule problemu badawczego, stanowią prace, w których autorzy odnoszą się do oceny związku między ujawnieniem informacji o transakcji SLB i wyceną rynkową spółek. Jak dotąd w badaniach z tego obszaru uwzględniono dane tylko z kilku regionów.

Najwięcej badań dotyczących oceny wpływu komunikatów o transakcji SLB na notowania spółek przeprowadzono na rynku amerykańskim. Początkowo koncentrowano się na porównywaniu reakcji inwestorów na komunikat o transakcji SLB w zależności od strony transakcji publikującej informację. Slovin i in. [1990] oraz Rutherford [1990] niezależnie wykazali, że transakcje SLB – w przeciwieństwie do komunikatów o zaciągnięciu długu lub emisji obligacji hipotecznych – powodują wzrost kapitalizacji spółek-leasingobiorców, natomiast w przypadku spółek-leasingodawców efekt ten, czyli wpływ na ich wartość rynkową, jest neutralny lub negatywny.

Inną perspektywę badawczą zaproponowali Whitby [2013] oraz Wells i Whitby [2012], którzy identyfikowali czynniki oddziałujące na kierunek i skalę reakcji rynkowej. Whitby [2013] potwierdził wyniki wcześniejszych badań i pozytywne oddziaływanie informacji o zawarciu transakcji SLB na wartość rynkową spółki-leasingobiorcy, jednak wyłącznie w przypadku transakcji, których przedmiotem leasingu była nieruchomości. Transakcje SLB obejmujące ruchomości nie miały istotnego wpływu na notowania spółek. Z kolei Wells i Whitby [2012] wykazali, że reakcja inwestorów na informację o transakcji SLB zależy od jej celu i okoliczności transakcji. Inwestorzy bardziej przy-

² Według danych publikowanych przez podmioty pośredniczące w transakcjach leasingu zwrotnego rocznie podpisuje się umowy SLB o wartości od 12 do 31 mld USD w przypadku rynku amerykańskiego [SLB Capital Advisors, 2026] oraz od 20 do 30 mld EUR w krajach z regionu EMEA [Wang, Berretta, 2023]. W przypadku polskiego rynku nie jest znana szacunkowa wartość transakcji, jednak badanie ankietowe przeprowadzone w 2018 r. wśród spółek notowanych na GPW wykazało, że co piąta z nich choć raz korzystała z leasingu zwrotnego w latach 2016–2017 [NCN, 2021].

chylnie postrzegają spółki, które przeprowadzają transakcje SLB w celu pozyskania środków na sfinansowanie wzrostu i nowych projektów w porównaniu ze spółkami, które planują wykorzystać dodatkowy kapitał na pokrycie bieżących zobowiązań odsetkowych i redukcję zadłużenia. Oznacza to, że komunikat o transakcji SLB może być dla inwestorów zarówno pozytywnym, jak i negatywnym sygnałem o rzeczywistej sytuacji w kwestii sprawności działania i oczekiwanych przepływów z działalności operacyjnej.

Brak jednoznaczności w zakresie oceny przez inwestorów wpływu transakcji SLB na wartość spółek potwierdzają również wyniki badań przeprowadzonych na innych rynkach niż rynek amerykański. Adams i Clarke [1996] oraz Devaney i Lizeri [2004], analizując rynek brytyjski, wykazali, że inwestorzy zwracają szczególną uwagę na charakter transakcji, przeznaczenie środków i wpływ transakcji na strukturę kapitałową spółki. Jednocześnie obserwowana zagregowana negatywna reakcja wynikała z częstszego przeprowadzania transakcji SLB przez spółki znajdujące się w trudniejszej sytuacji operacyjnej. Z kolei Grönlund i in. [2008], analizując spółki z 12 krajów europejskich, stwierdzili średnio pozytywną reakcję inwestorów, przy czym kluczowym czynnikiem determinującym jej skalę była relacja wartości transakcji SLB do kapitalizacji spółki. W przypadku transakcji SLB o relatywnie niższej wartości reakcja inwestorów była negatywna. Podobne wnioski, wskazujące na pozytywną reakcję inwestorów na informację o relatywnie dużych transakcjach SLB, przedstawili Yoon i Kim [2023] w badaniu obejmującym spółki koreańskie z sektora żeglugowego.

Przegląd literatury wskazuje, że kierunek i siła reakcji rynku zależą od specyficznych cech transakcji SLB. Z punktu widzenia zarządzania wartością kluczowe znaczenie ma sposób komunikowania przez leasingobiorcę celu i kontekstu transakcji. W praktyce spółki często wykorzystują SLB zarówno jako instrument pozyskania finansowania rozwojowego, jak i narzędzie poprawy płynności w sytuacji ograniczonej dostępności alternatywnych źródeł kapitału. W przypadku niewłaściwego ogłoszenia inwestorzy mogą automatycznie przypisać wszystkie transakcje SLB do kategorii sygnałów negatywnych. W przedstawionych badaniach wykazano, że leasing zwrotny wywołuje reakcje na badanych rynkach, co uzasadnia sformułowanie następujących hipotez dla rynku polskiego:

H1a: Informacja o transakcji leasingu zwrotnego powoduje wystąpienie ujemnych nadzwyczajnych stóp zwrotu w krótkim okresie.

H1b: Informacja o transakcji leasingu zwrotnego powoduje wystąpienie dodatnich nadzwyczajnych stóp zwrotu w krótkim okresie.

W dotychczasowej literaturze przedmiotu szeroko analizowano wpływ różnych czynników na kierunek i siłę reakcji rynku po ogłoszeniu informacji dotyczących leasingu zwrotnego. W badaniach tych brakuje jednak wyraźnego rozróżnienia między komunikatami dotyczącymi zawarcia już sfinalizowanej umowy SLB a informacjami o transakcjach planowanych. Biorąc pod uwagę, że charakter i wiarygodność przekazywanej

informacji stanowią istotną zmienną decyzyjną z perspektywy inwestorów, sformułowano następującą hipotezę badawczą:

H2: Komunikaty dotyczące zawarcia umowy leasingu zwrotnego wywołują silniejszą pozytywną reakcję rynku niż pozostałe komunikaty.

Metodyka

Na potrzeby badania ręcznie zebrano ogłoszenia dotyczące transakcji typu sale and leaseback (SLB) opublikowane przez spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2000–2024. Informacje o transakcjach SLB pozyskano z serwisów Infostrefa i PAP Biznes oraz z baz danych ISI EMIS (daw. EMIS Next) i Factiva. W procesie wyszukiwania zastosowano zestaw słów kluczowych takich jak: „leasing zwrotny”, „leasingu zwrotnego”, „leasingiem zwrotnym”, „lease-back” oraz „leaseback”. W wyniku procedury selekcji zidentyfikowano 114 komunikatów dotyczących transakcji SLB, z czego 9 wykluczono ze względu na brak wystarczających informacji umożliwiających ich jednoznaczną klasyfikację.

Początkowo, w zależności od zakresu informacji uwzględnionych w komunikatach, sklasyfikowano je w pięciu kategoriach: umowa, uchwała, realny SLB, zapowiedź SLB, możliwy SLB. Jednak ze względu na dominującą liczbę komunikatów dotyczących zawarcia umowy i finalizacji transakcji SLB (56,19%) zdecydowano o agregacji pozostałych kategorii w jedną grupę zbiorczą „pozostałe”. W rezultacie każdy wyselekcjonowany komunikat przypisano do jednej z dwóch kategorii:

1. **Umowa** – komunikaty informujące o zawarciu ostatecznej umowy sprzedaży składnika aktywów i jednoczesnym podpisaniu umowy leasingu zwrotnego.
2. **Pozostałe** – komunikaty obejmujące uchwały rady nadzorczej lub walnego zgromadzenia akcjonariuszy, publiczne deklaracje członków zarządu spółek dotyczące zamiaru przeprowadzenia transakcji leasingu zwrotnego, a także komunikaty zawierające informacje o przedwstępnych umowach w tym zakresie.

Liczbę wyselekcjonowanych komunikatów w podziale na lata objęte analizą oraz typ komunikatu przedstawiono w tabeli 1.

Wyniki analizy zgromadzonych komunikatów dotyczących leasingu zwrotnego zaprezentowano w tabeli 2. Dominującym przedmiotem badanych transakcji były nieruchomości (60,00%) oraz ruchomości (29,52%). W jedynie trzech przypadkach (2,86%) przedmiotem leasingu zwrotnego była własność intelektualna. W grupie komunikatów ogłaszających zawarcie umowy ponad połowa (50,85%) dotyczyła leasingu zwrotnego ruchomości, natomiast 42,37% – nieruchomości. W całej próbie oraz w podgrupie „Umowy” pozostałą część stanowiły komunikaty, w których nie wskazano rodzaju leasingowanego aktywa (odpowiednio 7,62% oraz 5,08%).

Tabela 1. Liczba komunikatów dotyczących transakcji SLB opublikowanych przez spółki notowane na GPW w latach 2004–2024

	Liczba komunikatów, w tym:					
		Zawarcie umowy SLB	Pozostałe komunikaty dotyczące SLB			
			zapowiedź	możliwy	uchwała	realny
2004	1	1	0	0	0	0
2005	4	1	1	0	1	1
2006	6	2	1	2	0	1
2007	6	2	3	0	0	1
2008	15	8	3	2	1	1
2009	8	6	0	2	0	0
2010	6	1	4	1	0	0
2011	8	5	2	1	0	0
2012	9	4	2	2	0	1
2013	3	0	0	1	0	2
2014	6	5	1	0	0	0
2015	5	3	0	0	0	2
2016	5	3	2	0	0	0
2017	6	6	0	0	0	0
2018	3	2	0	0	1	0
2019	1	1	0	0	0	0
2020	1	1	0	0	0	0
2021	3	2	0	0	0	1
2022	2	1	0	0	1	0
2023	3	1	0	1	0	1
2024	4	4	0	0	0	0
Razem	105	59	19	12	4	11

Źródło: opracowanie własne.

Kolejnym istotnym elementem analizy była cena sprzedaży aktywa, jednak w 40,95% komunikatów nie została ona ujawniona. W przypadku grupy „Umowy” odsetek ten był znacząco niższy i wynosił 16,95%.

W całej próbie 13,33% komunikatów dotyczyło transakcji o wartości nieprzekraczającej 1 mln EUR, przy czym wszystkie te przypadki odnosiły się do ogłoszeń zawarcia umowy. Komunikaty, w których cena sprzedaży mieściła się w przedziale od 1 do 5 mln EUR, stanowiły 12,38% wszystkich obserwacji, natomiast w grupie „Umowy” odsetek ten wynosił 18,64%. Najczęściej wskazywaną wartością sprzedaży była kwota z przedziału 5–20 mln EUR, którą odnotowano w 20,00% wszystkich komunikatów

oraz w 28,81% komunikatów w grupie „Umowy”. W 14 przypadkach (13,33% całej próby) cena sprzedaży przekraczała 20 mln EUR, z czego połowa (11,86% w grupie „Umowy”) przypadała na komunikaty dotyczące zawarcia umowy leasingu zwrotnego.

Tabela 2. Charakterystyka informacji ujawnionych w komunikatach dotyczących transakcji SLB ujawnionych przez spółki notowane na GPW w latach 2004–2024

	Wszystkie komunikaty		Komunikaty dot. umowy	
	N	%	n	%
Panel A. Rodzaj leasingowanego składnika aktywów				
– nieruchomości	63	60,00	25	42,37
– ruchomości	31	29,52	30	50,85
– własności intelektualne	3	2,86	1	1,69
– brak informacji	8	7,62	3	5,08
Panel B. Cena sprzedaży składnika aktywów				
– poniżej 1 mln EUR	14	13,33	14	23,73
– od 1 do 5 mln EUR	13	12,38	11	18,64
– od 5 do 20 mln EUR	21	20,00	17	28,81
– powyżej 20 mln EUR	14	13,33	7	11,86
– brak informacji	43	40,95	10	16,95
Panel C. Deklarowane przeznaczenie pozyskanych środków				
– optymalizacja kosztów	2	1,90	1	1,69
– poprawa płynności	3	2,86	3	5,08
– reorganizacja	19	18,10	8	13,56
– rozwój i inwestycje	10	9,52	4	6,78
– spłata kredytu	5	4,76	2	3,39
– brak informacji	66	62,86	41	69,49
Panel D. Rodzaj umowy leasingowej				
– leasing finansowy	20	19,05	19	32,20
– leasing operacyjny	10	9,52	8	13,56
– brak informacji	75	71,43	32	54,24
Panel E. Okres umowy leasingowej				
– do 5 lat	24	22,86	23	38,98
– powyżej 5 lat do 10 lat	22	20,95	21	35,59
– powyżej 10 lat	14	13,33	11	18,64
– brak informacji	45	42,86	4	6,78

Źródło: opracowanie własne.

W części komunikatów spółki wskazują cel przeznaczenia środków pozyskanych w wyniku transakcji SLB. Najczęściej deklarowanym celem była reorganizacja przedsiębiorstwa, którą zadeklarowano w 18,10% wszystkich komunikatów oraz w 13,56% komunikatów z grupy „Umowy”. Drugim najczęściej wskazywanym przeznaczeniem było finansowanie rozwoju i inwestycji – cel ten zadeklarowano w 10 przypadkach (9,52%), w tym w 4 komunikatach z grupy „Umowy” (6,78%). Jednocześnie należy podkreślić, że w zdecydowanej większości przypadków (62,86%) nie określono przeznaczenia pozyskanych środków, przy czym w grupie „Umowy” odsetek ten był jeszcze wyższy i wyniósł 69,49%.

Leasing zwrotny może przyjmować formę leasingu operacyjnego lub finansowego, jednak w 71,43% komunikatów nie sprecyzowano rodzaju zawartej umowy leasingowej. W przypadku komunikatów dotyczących zawarcia umowy brak takiej informacji dotyczył 54,24% obserwacji. W pozostałych przypadkach wskazano leasing finansowy (32,20%) oraz leasing operacyjny (13,56%). W pozostałych trzech komunikatach spoza grupy „Umowy” również określono typ zawartej umowy leasingowej.

Informacje dotyczące okresu obowiązywania umowy leasingowej były najczęściej ujawniane w komunikatach informujących o jej zawarciu, przy czym jedynie w pięciu komunikatach spoza tej grupy podano długość trwania umowy. Wśród komunikatów z grupy „Umowy” 38,98% dotyczyło umów zawartych na okres do pięciu lat, 35,59% obejmowało przedział 5–10 lat, natomiast 18,64% stanowiły umowy zawarte na okres dłuższy niż 10 lat. W 6,78% przypadków nie podano informacji dotyczącej długości trwania umowy leasingowej.

Analizę nadzwyczajnych stóp zwrotu przeprowadzono z wykorzystaniem modelu wyceny aktywów kapitałowych (CAPM). Parametry regresji oszacowano dla każdej spółki w okresie estymacji $t \in [-251, -11]$. Na tej podstawie wyznaczono oczekiwaną stopę zwrotu w oknie zdarzenia $t \in [-10, +10]$. Następnie obliczono nadzwyczajną stopę zwrotu (AR) jako różnicę między rzeczywistą a oczekiwaną stopą zwrotu.

Uzyskane wartości AR uśredniono dla poszczególnych dni w oknie zdarzenia, co pozwoliło na wyznaczenie średnich nadzwyczajnych stóp zwrotu (AAR). W kolejnym kroku skumulowano AAR w okresie od $t = -10$ do $t = +10$, uzyskując skumulowaną średnią nadzwyczajną stopę zwrotu (CAAR).

Wyniki

W analizie reakcji inwestorów na informację o transakcji SLB wykorzystano metodykę analizy zdarzeń (*event study*) z wykorzystaniem nadzwyczajnych stóp zwrotu. Za pomocą modelu wyceny aktywów kapitałowych (CAPM) oszacowano parametry regresji dla każdej spółki, wykorzystując dane z okresu estymacji $t \in [-251, -11]$. Na tej podstawie

wyznaczono oczekiwaną stopę zwrotu w oknie zdarzenia $t \in [-10, +10]$. Następnie obliczono nadzwyczajną stopę zwrotu (AR) jako różnicę pomiędzy rzeczywistą a oczekiwaną stopą zwrotu. Uzyskane wartości AR uśredniono dla poszczególnych dni w oknie zdarzenia, co pozwoliło na wyznaczenie średnich nadzwyczajnych stóp zwrotu (AAR). W kolejnym kroku skumulowano AAR w okresie od $t = -10$ do $t = +10$, uzyskując skumulowaną średnią nadzwyczajną stopę zwrotu (CAAR). Dane dotyczące notowań spółek pozyskano z bazy EquityRT oraz z serwisu Stooq.pl.

Wyniki dla wszystkich komunikatów zaprezentowano w tabeli 3, w tej grupie zaobserwowano dodatnie nadzwyczajne stopy zwrotu w dniu $t = 0$ na poziomie 0,838%. Wzrost ten okazał się statystycznie istotny, co potwierdza wynik testu t przekraczający wartość 2 oraz wartość p -value wynosząca 0,0433. Może to wskazywać na pozytywną reakcję rynku na analizowane wydarzenia. W dniu $t = +1$ średnia nadzwyczajna stopa zwrotu wyniosła 0,617%, jednak w tym przypadku wynik testu t na poziomie 1,677 wskazuje na brak istotności statystycznej, co również potwierdził wynik ($p > 0,10$). Oznacza to, że nie można jednoznacznie stwierdzić kontynuacji pozytywnej reakcji rynku. Przedstawione wyniki pozwalają na odrzucenie hipotezy H1a zakładającej występowanie ujemnych nadzwyczajnych stóp zwrotu po komunikacie na temat leasingu zwrotnego. Hipotezę H1b można uznać za częściowo zweryfikowaną, ponieważ istotny statystycznie dodatni efekt wystąpił jedynie w dniu ogłoszenia komunikatu.

Analiza wyników w podziale na grupy komunikatów wskazuje na istotne zróżnicowane zależności, co pokazano na wykresie 1. W grupie „Umowy” średnia nadzwyczajna stopa zwrotu w dniu $t = 0$ wyniosła 0,805%, co stanowi wartość zbliżoną do średniej dla całej próby. Jednak istotność statystyczna tego efektu była niższa, o czym świadczy wynik testu t na poziomie 1,501 oraz wartość p -value ($p > 0,10$). Oznacza to, że choć reakcja rynku była pozytywna, jej siła nie była wystarczająca, aby uznać ją za statystycznie istotną. W kolejnym dniu ($t = +1$) średnia nadzwyczajna stopa zwrotu wzrosła do 1,428%, co stanowi wartość istotnie wyższą niż w analizie wszystkich komunikatów. Wzrost ten okazał się statystycznie istotny, co potwierdzają wyniki testu t (2,733) oraz p -value ($p < 0,01$). Sugeruje to, że reakcja rynku na komunikaty z tej grupy mogła być bardziej dynamiczna w dniach następujących po ogłoszeniu informacji.

Dla grupy „Pozostałe komunikaty” w żadnym z analizowanych dni nie zaobserwowano statystycznie istotnych wyników. W dniu $t = 0$ średnia nadzwyczajna stopa zwrotu wyniosła 0,879% ($p > 0,10$), natomiast w dniu $t = +1$ średnia nadzwyczajna stopa zwrotu była ujemna $-0,422\%$ ($p > 0,10$).

Najwyższą średnią nadzwyczajną stopę zwrotu w tej grupie na poziomie 1,496% odnotowano w dniu $t = -1$, jednak również ten wynik nie był istotny statystycznie ($p > 0,10$). Wyniki te wskazują, że wpływ komunikatów zaliczonych do tej kategorii na zachowanie cen akcji był mniej wyraźny, a zaobserwowane zmiany mogły mieć charakter losowy. Przedstawione wyniki pozwalają na pozytywne zweryfikowanie hipotezy

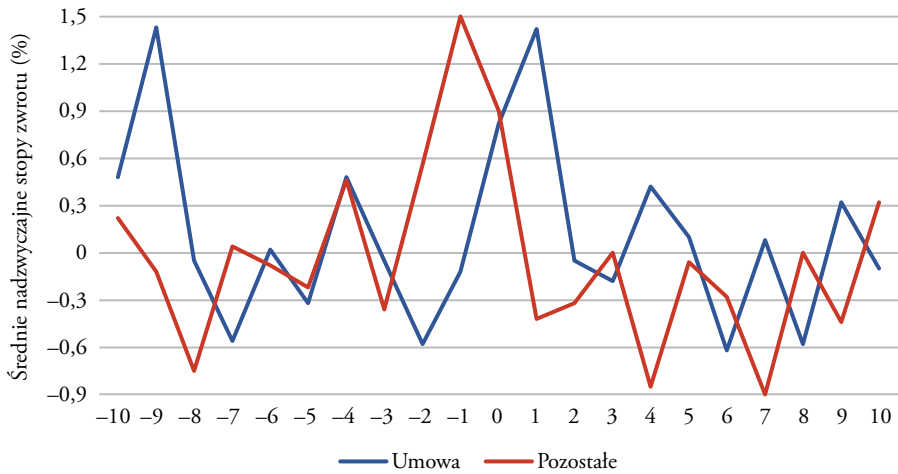
H2 z uwagi na nieistotność wyników w grupie „Pozostałe komunikaty” oraz pozytywną i statystycznie istotną dodatnią nadzwyczajną stopę zwrotu w grupie „Umowa”.

Tabela 3. Statystyki opisowe nadzwyczajnych stóp zwrotu w dniach od –10 do +10 w stosunku do dnia komunikatu o transakcji SLB

Panel A. Dzielne nadzwyczajne stopy zwrotu					
Numer sesji w stosunku do dnia komunikatu	Średnia	Statystyka t	p-value	Odsetek wartości dodatnich	Odsetek wartości ujemnych
–10	.3658612	1.0959	0.2757	50,47	49,53
–9	.7443338	1.3573	0.1776	45,79	54,21
–8	-.3526568	–0.7889	0.4320	42,06	57,94
–7	-.2828678	–0.9371	0.3509	53,27	46,73
–6	-.0220633	–0.0543	0.9568	44,86	55,14
–5	-.2752554	–0.7117	0.4782	43,93	56,07
–4	.4713198	1.5039	0.1356	55,14	44,86
–3	-.1757028	–0.5987	0.5507	39,25	60,75
–2	-.0591887	–0.2155	0.8298	49,53	50,47
–1	.5728408	1.1543	0.2510	45,79	54,21
0	.8377292	2.0456	0.0433	58,88	41,12
+1	.6174801	1.6774	0.0965	56,07	43,93
+2	-.168062	–0.5286	0.5982	39,25	60,75
+3	-.1262148	–0.3058	0.7604	46,73	50,27
+4	-.1262174	–0.3956	0.6932	51,40	48,60
+5	.0206458	0.0668	0.9469	46,73	53,27
+6	-.4640828	–1.3246	0.1882	40,19	59,81
+7	-.3915408	–1.4648	0.1460	42,99	57,01
+8	-.3265423	–1.0967	0.2753	44,86	55,14
+9	-.0072975	–0.0253	0.9799	45,79	54,21
+10	.0805962	0.2046	0.8383	45,79	54,21
Panel B. Skumulowane nadzwyczajne stopy zwrotu					
(0, +1)	1.455209			57,48	42,52
(–10, +10)	.9323471			53,58	46,42

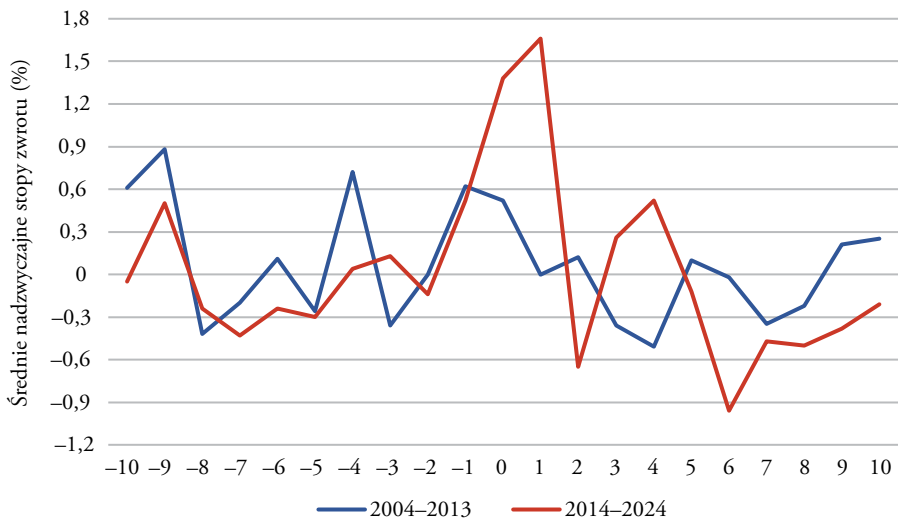
Źródło: opracowanie własne.

Wykres 1. Średnie nadzwyczajne stopy zwrotu w okresie od $t = -10$ do $t = +10$ w podziale na rodzaj komunikatu



Źródło: opracowanie własne.

Wykres 2. Średnie nadzwyczajne stopy zwrotu w okresie od $t = -10$ do $t = +10$ w podziale na podokresy



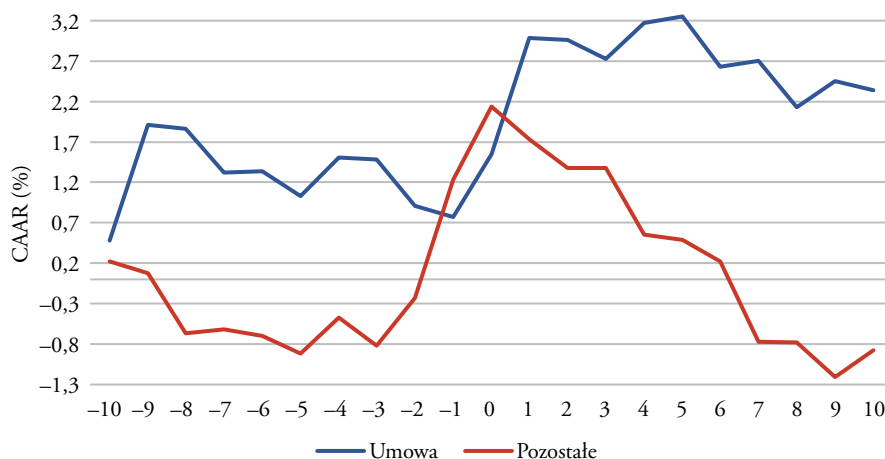
Źródło: opracowanie własne.

GPW, jako stosunkowo młody rynek kapitałowy, wciąż znajduje się w fazie kształtowania niektórych mechanizmów i zależności charakterystycznych dla rynków roz-

winiętych. W związku z tym podjęto decyzję o podziale próby badawczej na dwa podokresy: lata 2004–2013 oraz lata 2014–2024, co umożliwiło analizę ewentualnych zmian w dynamice reakcji rynku na analizowane zdarzenia. Uzyskane wyniki empiryczne zdają się potwierdzać zasadność takiego podziału, co prezentuje Wykres 2. Zwłaszcza w latach 2014–2024 zaobserwowano istotny wzrost średniej nadzwyczajnej stopy zwrotu dla analizowanych komunikatów w oknie zdarzenia $t(0, +1)$. Odpowiednie wartości wyniosły 1,376% oraz 1,675% i były statystycznie istotne na poziomie odpowiednio $p < 0,05$ oraz $p < 0,01$.

Na wykresie 3 przedstawiono skumulowane średnie nadzwyczajne stopy zwrotu (CAAR) w 21-dniowym oknie zdarzenia obejmującym przedział od $t = -10$ do $t = +10$. Zaobserwowano, że komunikaty dotyczące zawarcia umowy leasingu zwrotnego charakteryzują się wyższymi wartościami CAAR w porównaniu z pozostałymi komunikatami. Wyjątek stanowią dni $t = -1$ oraz $t = 0$, w których widoczny jest wyraźniejszy wzrost CAAR w przypadku grupy „Pozostałe komunikaty”. Jednocześnie po dniu ogłoszenia komunikatu odnotowano wyraźny spadek wartości CAAR, co wskazuje na występowanie ujemnych nadzwyczajnych stóp zwrotu w tym przypadku. Może to sugerować, że inwestorzy początkowo reagują pozytywnie na informacje, jednak w kolejnych dniach następuje korekta cen.

Wykres 3. Skumulowane średnie nadzwyczajne stopy zwrotu w okresie od $t = -10$ do $t = +10$



Źródło: opracowanie własne.

Z analizy wykresu 3 wynika również, że ogłoszeniu komunikatu towarzyszą dodatnie skumulowane średnie nadzwyczajne stopy zwrotu (CAAR) do dnia $t = +1$, co może wskazywać na krótkoterminowy pozytywny efekt informacyjny. W celu weryfikacji istotności uzyskanych wyników przeprowadzono test Patell-Z, który potwierdził statystyczną

istotność efektu w grupie „Umowy” ($p < 0,01$). Oznacza to, że efekt ten nie jest wynikiem przypadku i rzeczywiście można mówić o wpływie analizowanych wydarzeń na ceny akcji. Natomiast istotność wyników dla grupy „Pozostałe komunikaty” nie została potwierdzona ($p > 0,10$), wskazując na brak istotnych reakcji rynkowych w tej grupie.

Podsumowanie

Przeprowadzona analiza reakcji inwestorów na ogłoszenia dotyczące transakcji sale and leaseback (SLB) na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie pozwala na sformułowanie kilku kluczowych wniosków. Badanie wykazało, że publikacja informacji o sfinalizowaniu umowy SLB skutkuje dodatnią i statystycznie istotną nadzwyczajną stopą zwrotu w oknie zdarzenia $t(0, +1)$, wynoszącą odpowiednio 0,805% oraz 1,428%. Wyniki te wpisują się w nurt badań potwierdzających pozytywną percepcję transakcji SLB przez rynki kapitałowe [Slovin i in., 1990; Grönlund i in., 2008], co pozwala na pozytywną weryfikację hipotezy H1b przy jednoczesnym odrzuceniu H1a. Jednocześnie należy podkreślić, że w świetle dotychczasowej literatury wyniki te nie są oczywiste. Badania dotyczące rynków pozaamerykańskich cechują się brakiem jednoznaczności, wskazując niekiedy na negatywną reakcję uwarunkowaną specyfiką branży lub cechami samej transakcji [Adams i Clarke, 1996; Devaney i Lizieri, 2004].

Istotnym wkładem artykułu jest potwierdzenie hipotezy H2 dotyczącej asymetrii reakcji rynku w zależności od rodzaju ujawnianej informacji. Wykazano, że jedynie komunikaty dotyczące zawarcia umowy generują statystycznie istotne nadzwyczajne stopy zwrotu, podczas gdy zapowiedzi lub uchwały pozostają dla inwestorów neutralne. Wynik ten potwierdza, że rynek wycenia wyłącznie realne uwolnienie kapitału lub zażegnanie problemów z płynnością [Wells i Whitby, 2012], nie reagując na deklaracje, które nie gwarantują realizacji transakcji.

Wyniki te nabierają szczególnego znaczenia w kontekście zasygnalizowanych we wprowadzeniu zmian w hierarchii barier funkcjonowania przedsiębiorstw. Mimo że według badań SAFE dostępność kapitału przestała być dla spółek barierą krytyczną, a czynniki finansowe straciły na relatywnym znaczeniu w porównaniu z minioną dekadą, inwestorzy na GPW wykazują rosnącą wrażliwość na komunikaty dotyczące transakcji SLB. Odnotowany w latach 2014–2024 wzrost nadzwyczajnych stóp zwrotu sugeruje, że w środowisku większej dostępności finansowania rynki kapitałowe relatywnie silniej wyceniają elastyczność finansową oraz zarządzanie płynnością, niż miało to miejsce w okresach o niższej podaży pieniądza. W konsekwencji można stwierdzić, że spadek subiektywnego odczuwania bariery kapitałowej przez menedżerów nie osłabił, lecz paradoksalnie wzmocnił sygnał płynący z transakcji leasingu zwrotnego jako narzędzia optymalizacji struktury finansowania.

Bibliografia

- Adams A.T., Clarke R.T. [1996], Stock market reaction to sale and leaseback announcements in the UK, *Journal of Property Research*, vol. 13(1), s. 31–46.
- Bednarz J., Gostomski E. [2006], *Finansowanie działalności gospodarczej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.
- Bollaert H., Lopez-de-Silanes F., Schwenbacher A. [2021], Fintech and access to finance, *Journal of Corporate Finance*, vol. 68, 101941.
- Devaney S., Lizieri C. [2004], Sale and leaseback, asset outsourcing and capital market impacts, *Journal of Corporate Real Estate*, vol. 6(2), s. 118–132.
- European Central Bank [2025], *Report on Survey on the access to finance of enterprises (SAFE)*, European Union.
- European Central Bank, Ipsos MORI [2013], *SMEs' Access to Finance survey*, Publications Office of the European Union.
- Fungáčová Z., Godlewski C.J., Weill L. [2020], Does the type of debt matter? Stock market perception in Europe, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 75, s. 247–256.
- Grönlund T., Louko A., Vaihekoski M. [2008], Corporate real estate sale and leaseback effect: Empirical evidence from Europe, *European Financial Management*, vol. 14(4), s. 820–843.
- Huang Y.S., Bui D.G., Lin C.Y. [2022], The effect of abnormal institutional attention on bank loans, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 76 (C), 101458.
- Jaworski J., Czerwonka L. [2022], *Struktura kapitału przedsiębiorstw w Polsce*, CeDeWu, Warszawa.
- Kim E.H., Lewellen W.G., McConnell J.J. [1978], Sale-and-leaseback agreements and enterprise valuation, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 13(5), s. 871–883.
- Lipski M. [2021], Wyzwania przedsiębiorstw w zakresie dostępności finansowania w świetle wymogów zrównoważonego rozwoju, *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie*, vol. 60(3), s. 4–14.
- Łukasik G. [2020], Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa w warunkach zmian na rynku kapitałowym, *Zeszyty Naukowe Wydziału Zarządzania GWSH*, nr 13, s. 133–147.
- NCN [2021], *Wpływ transakcji leasingu zwrotnego na wartość rynkową i wyniki finansowe przedsiębiorstw*, raport końcowy z realizacji projektu badawczego 2015/19/N/HS4/03029 finansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki.
- Rutherford R.C. [1990], Empirical evidence on shareholder value and the sale-leaseback of corporate real estate, *AREUEA Journal*, vol. 18(4), s. 522–529.
- Schallheim J., Wells K., Whitby R.J. [2013], Do leases expand debt capacity? *Journal of Corporate Finance*, vol. 23, s. 368–381.
- Schmidt-Jessa K. [2024], *Decyzje finansowe przedsiębiorstw w środowisku stóp procentowych bliskich zera*, CeDeWu, Warszawa.
- Sirmans C.F., Slade B.A. [2010], Sale-leaseback transactions price premiums and market efficiency, *The Journal of Real Estate Research*, vol. 32(2), s. 221–224.
- SLB Capital Advisors [2026], *Sale Leaseback Market Gains Momentum in 2025 as M&A Activity Returns*, <https://www.prnewswire.com/news-releases/sale-leaseback-market-gains-momentum-in-2025-as-ma-activity-returns-302712957.html> (dostęp: 5.05.2026).
- Slovin M.B., Sushka M.E., Polonchek J.A. [1990], Corporate sale-and-leasebacks and shareholder wealth, *The Journal of Finance*, vol. 45(1), s. 289–299.

- Urban D. [2020], *Finansyzacja gospodarki w teorii i praktyce. Pomyśleć kapitalizm od nowa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Wang T., Berretta B. [2023], *European Sale-Leaseback: An Attractive Investment Opportunity in Today's Uncertain Market*, Clarion Partners, <https://www.clarionpartners.com/cpinsights/Documents/european-sale-leaseback-2023.pdf> (dostęp: 5.05.2026).
- Wells K., Whitby R.J. [2012], Evidence of motives and market reactions to sale and leasebacks, *Journal of Applied Finance*, vol. 22(1), s. 56–70.
- Whitby R. [2013], Market responses to sale-and-leasebacks, *Real Estate Finance*, vol. 29(6), s. 1–7.
- Yoon S., Kim Ch.Y. [2025], The announcement effect of shipping sale-and-leaseback transactions, *Maritime Business Review*, vol. 8(4), s. 389–401.
- Zalewski A. [2023], Metodyka badania potencjału kapitału intelektualnego przedsiębiorstw produkcyjnych w kontekście obowiązku raportowania niefinansowego, *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie*, vol. 67(1), s. 115–136.