

Aleksandra Pieloch*

**REAKCJA WARSZAWSKIEGO PARKIETU NA OGŁOSZENIE
KOMUNIKATU O PLANOWANYM NABYCIU AKCJI WŁASNYCH
NIEDOWARTOŚCIOWANYCH**

1. WSTĘP

Zasadniczym celem artykułu jest zaprezentowanie wyników badań empirycznych nad kształtowaniem się średnich ponadprzeciętnych stóp zwrotu z akcji własnych niedowartościowanych polskich publicznych spółek akcyjnych w dniu ogłoszenia komunikatu o planowanym odkupieniu tych walorów.

Dla realizacji wyznaczonego celu opracowania przyjęta została tzw. hipoteza sygnalizacyjna stanowiąca, iż wykupy akcji własnych mogą być wykorzystywane przez menedżerów jako instrument przesyłania na rynek informacji o wycenie akcji spółki poniżej ich wartości wewnętrznej.

Hipoteza ta wydaje się być uzasadniona z punktu widzenia teorii sygnalizacji oraz teorii asymetrii informacji. Teoria sygnalizacji stanowi, iż kadra kierownicza – znająca najlepiej sytuację przedsiębiorstwa i jego możliwości rozwojowe – może próbować przekazać inwestorom pewne informacje na temat obecnej oraz przyszłej sytuacji spółki. Jednym z potencjalnych mechanizmów sygnalizacyjnych są wykupy akcji własnych¹.

Teoria asymetrii informacji odzwierciedla sytuację nierównego i niepełnego dostępu do informacji rynkowej kupującego i sprzedającego. Jedna ze stron transakcji finansowej posiada pewnego rodzaju przywileje informacyjne, które może wykorzystać zawierając transakcje kupna–sprzedaży i tym samym wywołać stratę u drugiej strony. Możliwości te odnoszą się szczególnie do osób określonych jako *free-riderzy*. Naśladują oni zachowania i postawy osób posiadających informacje. Jeżeli osoby posiadające informacje kupują akcje niedowartościowane, wówczas *free-riderzy* również je nabywają i w rezultacie wzrostu popytu akcje takie mogą stać się przewartościowanymi.

* Dr, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki, 90-214 Łódź, ul Rewolucji 1905 r. nr 41.

¹ K. Chan, D. Ikenberry, I. Lee., *Economic Sources of Gain*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, September 2004, Vol. 39, No. 3.s. 463.

W celu realizacji postawionej hipotezy badawczej zbadano reakcję warszawskiego parkietu na komunikat o zamiarze wykupu akcji własnych. Analiza przeprowadzona została w okresie krótkim. Za dzień „0” (tzw. dzień zdarzenia) wybrano dzień, w którym pojawiła się pierwsza oficjalna informacja o planowanym odkupieniu własnych walorów. Okres obserwacji ustalono na 41 sesji giełdowych i przyjęto symetryczne względem dnia „0” okno zdarzenia. Obejmuje ono 20 sesji przed i 20 sesji po dniu, w którym poinformowano o planowanym wykupie. Okres estymacyjny wybrano bezpośrednio przed okresem obserwacji, w celu spełnienia założenia o niezmienności parametrów modelu. Przedział estymacyjny obejmuje 130 sesji giełdowych, co odpowiada około 6 miesiącom kalendarzowym.

Do próby badawczej włączono 73 przypadki komunikatów o planowanym nabyciu akcji własnych, które miały miejsce w latach 2004–2009. Następnie próbę badawczą ograniczono jedynie do tych spółek, które wskazały swoje akcje jako niedowartościowane (24 podmioty). Dodać należy, iż nie były to wszystkie przypadki ogłoszenia decyzji o odkupieniu w sektorach przemysłowych oraz handlu i usług. Część zdarzeń usunięto z próby w związku z trudnościami w pozyskaniu informacji niezbędnych do przeprowadzenia analizy, niedawnym debiutem giełdowym spółki (co uniemożliwiło wyznaczenie odpowiednio długiego okna estymacji) oraz nakładaniem się na siebie zdarzeń rynkowych.

Zasadniczym sposobem empirycznej weryfikacji postawionej hipotezy badawczej jest analiza zdarzenia z wykorzystaniem modelu rynkowego Sharpe’a². Dla każdego zdarzenia z próby wyznaczono parametry strukturalne tego modelu oraz obliczono ponadprzeciętne stopy zwrotu (AR_t) dla każdego przypadku komunikatu o planowanym nabyciu własnych walorów. Następnie, dla wszystkich dni z 41-dniowego okna zdarzenia, obliczono średnie anormalne stopy zwrotu z akcji.

Informacje dotyczące spółek nabywających akcje własne zaczerpnięto z raportów bieżących spółek giełdowych oraz ich raportów okresowych publikowanych na stronach internetowych, jak również w bazie *GPWInfoStrefa*. Ponadto, oparto się także na *Rocznikach Giełdowych* i *Biuletynach Statystycznych* z lat 2005–2007 oraz korzystano z danych publikowanych na portalach finansowych.

2. WARTOŚĆ WEWNĘTRZNA A CENA RYNKOWA AKCJI WŁASNYCH NIEDOWARTOŚCIOWANYCH

Akcje własne stanowią – podobnie jak pozostałe akcje spółki – część jej kapitału własnego. Jest to jednakże część specyficzna, gdyż spółka, która nabyła

² Zob. F. Sharpe, *A Simplified Model for Portfolio Analysis*, „Management Science” 1963, Vol. 9, No. 2, s. 277–293; N. Strong, *Modeling Abnormal Returns; A Review Article*, „Journal of Business Finance and Accounting” 1992, Vol. 19, Issue 1, s. 149–179.

od osób trzecich wyemitowane przez siebie akcje, zobowiązana jest umieścić je w bilansie w odrębnej pozycji kapitału własnego w wartości ujemnej (art. 363 § 6 k.s.h.³), niezależnie od tego, czy nabycie zostało dokonane za wynagrodzeniem, czy też miało ono miejsce nieodpłatnie. Ponadto, spółka ma obowiązek wykazać w kapitałach własnych również i te wyemitowane przez siebie akcje, które pozyskała z naruszeniem przepisów prawa.

Można zatem stwierdzić, iż akcje własne są specyficznymi papierami wartościowymi, których nabycie każdorazowo skutkuje pomniejszeniem kapitału własnego spółki. Co więcej, spółka po nabyciu akcji własnych nie staje się ich prawnym właścicielem, więc nie przysługują jej żadne prawa udziałowe wynikające z tych papierów wartościowych.

Zawieszeniu ulegają wszystkie prawa udziałowe wynikające z akcji jako papieru wartościowego. Chodzi więc zatem o prawa majątkowe (tj. prawo do dywidendy, prawo do udziału w majątku likwidacyjnym netto, prawo poboru akcji) oraz korporacyjne (tj. prawo udziału w walnym zgromadzeniu wspólników, prawo zaskarżania uchwał, prawo głosu, prawo do informacji, prawo do wniesienia powództwa na rzecz spółki). Zawieszenie praw z akcji związane jest z charakterystycznym dla spółek kapitałowych rozdzieleniem własności od zarządzania i ma na celu zabezpieczyć interesariuszy spółki przed wpływem zarządu na decyzje walnego zgromadzenia. Trwa ono dopóty, dopóki akcje własne pozostają w gestii spółki. Po zbyciu tych papierów wartościowych osobom trzecim następuje wybudzenie uspiionych praw udziałowych związanych z akcją.

Spółka nie może wykonywać praw udziałowych z własnych akcji, ale ma do nich pewne uprawnienia. Może bowiem rozporządzać nimi w określony przepisami prawa sposób. Zgodnie z art. 364 § 2 k.s.h. spółka ma prawo zbyć je osobom trzecim (np. obecnym i byłym pracownikom, osobom związanym ze spółką albo spółką z nią powiązaną lub dotychczasowym akcjonariuszom czy innym inwestorom), jak również wykonywać z nich czynności, które zmierzają do zachowania praw udziałowych wynikających z akcji. Ponadto, spółka może również całkowicie unicestwić posiadane akcje własne w drodze umorzenia⁴.

Termin *wykup akcji własnych* rozumiany jest podobnie w polskiej i anglojęzycznej literaturze przedmiotu. Za nabycie akcji własnych uznaje się bowiem odpłatne lub nieodpłatne wejście spółki w posiadanie wyemitowanych przez nią akcji, które wcześniej zostały objęte przez określone osoby trzecie⁵. Wykup

³ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych, DzU 2000, nr 94, poz. 1037, z późn. zm.

⁴ S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz do artykułów 301–458. Tom III*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2003, s. 469.

⁵ T. Sójka, *Umorzenie akcji*, Zakamycze, Kraków 2004, s. 299.

akcji własnych jest zatem operacją odwrotną do emisji tych papierów wartościowych⁶.

W anglojęzycznej literaturze przedmiotu termin ten określa się mianem *share repurchasing*, a w literaturze amerykańskiej zwykle jako *buy-back*. To ostatnie sformułowanie stosowane jest coraz częściej w polskiej literaturze na określenie procesu nabycia akcji własnych spółki bez względu na cel jego przeprowadzenia, sposób jego finansowania oraz stosowaną metodę odkupienia. Należy jednakże zaznaczyć, iż niektórzy autorzy, posługując się terminem *buy-back* próbują go precyzować i ograniczać jego znaczenie do nabycia akcji własnych jedynie w celu ich umorzenia⁷. Natomiast inni jeszcze bardziej zawężają tę definicję i postrzegają *buy-back* jako finansowanie wypracowanym przez spółkę zyskiem netto nabycia akcji przez ich emitenta w celu ich umorzenia⁸.

Dokonanie nabycia akcji własnych może istotnie zmienić strukturę kapitałową spółki, obniżyć średnioważony koszt kapitału, a tym samym zwiększyć wartość rynkową przedsiębiorstwa. W zależności od zamierzeń wykupu można być on alternatywą wobec dywidendy pieniężnej formą transferu środków finansowych do akcjonariuszy, ułatwić inwestorom wyjście z inwestycji, zwiększyć płynność akcji spółki, pozwolić kształtować strukturę akcjonariatu czy też umożliwić spółce obronę przed wrogim przejęciem⁹. Ponadto, odkupienie akcji własnych skutkuje redukcją aktywów spółki, umorzeniem części akcji, zmniejszeniem wartości kapitału własnego, wzrostem zadłużenia (w przypadku, gdy wykup był finansowany środkami obcymi), zwiększeniem ryzyka finansowego czy zmianą struktury właścicielskiej¹⁰. Co więcej, nabycie tych papierów wartościowych – na efektywnym informacyjnie rynku kapitałowym – może wywołać wzrost kursu giełdowego akcji¹¹ w sytuacji, gdy były one niedowartościowane przez rynek. Niedowartościowanie akcji przejawia się w wycenie giełdowej akcji poniżej ich wartości wewnętrznej.

Wewnętrzna wartość akcji, nazywaną także wartością prawdziwą bądź teoretyczną, wyznaczyć można przy użyciu formuły wykorzystującej model stałego wzrostu dywidendy M. Gordona¹²:

⁶ M. Wypych, *Umorzenie akcji i wypłata dywidend a wycena rynkowa spółki*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Płock–Beijing–Łódź 2004, s. 98.

⁷ A. Duliniec, *Finansowanie przedsiębiorstw*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 99.

⁸ P. Żak, *Jak zaksięgować umorzenie akcji*, „Rzeczpospolita”, 27.08.2005, www.rp.pl.

⁹ J. Okrześ, *Buy-back dobry na wszystko?*, „Gazeta Prawna”, 20.01.2009.

¹⁰ A. Rutkowski, *Rachunek efektywności wykupu akcji własnych*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004, s. 234–235.

¹¹ A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz, *Value Based Management. Konceptje, narzędzia, przykłady*, Poltext, Warszawa 2008, s. 441–442.

¹² M. Panfil, A. Szablewski, *Metody wyceny spółki. Perspektywa klienta i inwestora*, Poltext, Warszawa 2007, s. 300.

$$P_0 = \frac{D_1}{K_s - g}$$

gdzie:

- P_0 – wartość wewnętrzna akcji w okresie t ,
- D_1 – wysokość oczekiwanej dywidendy w pierwszym roku,
- K_s – koszt kapitału własnego,
- g – tempo wzrostu dywidendy.

Według tego modelu cena akcji jest sumą zdyskontowanego strumienia dywidend a liczba wypłat dąży do nieskończoności przy założeniu, że dywidendy pieniężne będą rosły w każdym kolejnym okresie w tym samym tempie.

Zdaniem M. J. Mauboussina¹³ w wyniku przeprowadzenia wykupu akcji własnych dokonanego w celu zmniejszenia ich niedowartościowania, wzrasta wartość wewnętrzna tych walorów, co jest rezultatem zmniejszenia się liczby akcji w obrocie oraz wydatkowania środków pieniężnych przez spółkę. Wzrost wartości wewnętrznej akcji, mający miejsce w wyniku odkupienia, można wyrazić następującym wzorem¹⁴:

$$\Delta IVPS = \frac{IVPS_1}{IVPS_0} - 1$$

gdzie:

- $\Delta IVPS$ – zmiana wartości wewnętrznej akcji w wyniku odkupienia akcji własnych,
- $IVPS_1$ – wewnętrzna wartość akcji po przeprowadzeniu odkupienia,
- $IVPS_0$ – wewnętrzna wartość akcji przed przeprowadzeniem odkupienia.

Wewnętrzną wartość akcji po nabyciu własnych walorów obliczyć można używając następującej formuły¹⁵:

$$IVPS_1 = \frac{IVPS_0 - CASH}{NS_0 - SR}$$

¹³ J. M. Mauboussin, *Clear Thinking about Share Repurchase. Capital Allocation, Dividends and Share Repurchase*, „Legg Mason Capital Management”, 10 January 2006, s. 14–15.

¹⁴ *Ibidem*, s. 14.

¹⁵ *Ibidem*.

gdzie:

$CASH$ – środki pieniężne przeznaczone na odkupienie akcji własnych,

NS_0 – liczba akcji spółki przed wykupem,

SR – liczba wykupionych akcji,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Przyrost wartości wewnętrznej akcji po wykupie można zatem określić – w zależności od poziomu ich niedowartościowania oraz wielkości wykupu – korzystając ze wzoru¹⁶:

$$\Delta IVPS = \frac{1 - \left(\%SR \times \frac{P_0}{IVPS_0} \right)}{1 - \%SR} - 1$$

gdzie:

$\%SR$ – procent wykupionych akcji,

P_0 – cena akcji przed wykupem,

pozostałe oznaczenia jak wyżej¹⁷.

A. Rutkowski dowodzi, iż wzrost wartości wewnętrznej akcji zależy od udziału wykupionych walorów w ogólnej liczbie akcji oraz od stopnia niedoszacowania ceny rynkowej tych walorów. Im więcej akcji własnych zostaje odkupionych, tym wartość wewnętrzna przypadająca na jedną akcję może być większa ze względu na zmniejszenie liczby akcji pozostałych w obrocie¹⁸. Według tego autora, wartość wewnętrzna akcji rośnie wraz ze zwiększaniem się ich niedowartościowania, jak i liczbą odkupywanych akcji. W przypadku, gdy wartość wskaźnika atrakcyjności wykupu akcji własnych jest stała, wewnętrzna wartość akcji rośnie wraz ze zwiększaniem liczby odkupywanych akcji. Jeżeli nabywane akcje własne stanowią określony i stały procent kapitału zakładowego, to wraz ze spadkiem wartości wskaźnika atrakcyjności wykupu akcji własnych obserwuje się wzrost wartości wewnętrznej akcji.

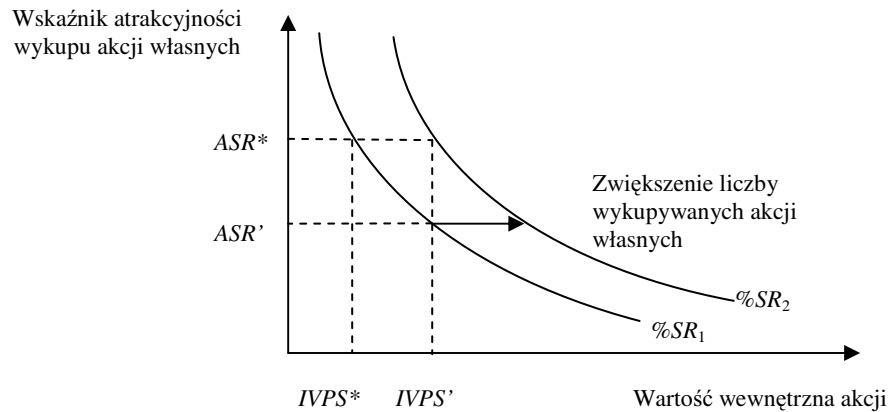
Przedstawiona na rys. 1 zależność kształtowania się wartości wewnętrznej akcji względem wartości wskaźnika atrakcyjności wykupu akcji własnych oraz wielkości odkupywanych akcji wskazuje, że w przypadku niedowartościowania akcji, wykupy tych walorów mają na celu ograniczenie różnicy pomiędzy ceną rynkową akcji, a ich wartością wewnętrzną.

¹⁶ *Ibidem*, s. 15.

¹⁷ Wydaje się, iż iloraz $\frac{P_0}{IVPS_0}$ można określić mianem wskaźnika atrakcyjności wykupu ak-

cji własnych. W niniejszym opracowaniu będzie on oznaczany jako ASR .

¹⁸ A. Rutkowski, *op. cit.*, s. 246–247.



Rys. 1. Kształtowanie się wartości wewnętrznej akcji niedowartościowanych w wyniku odkupienia tych walorów

Źródło: opracowanie własne.

Przy stałym poziomie wskaźnika atrakcyjności wykupu akcji własnych (ASR^*), wewnętrzna wartość akcji rośnie wraz ze zwiększeniem skali wykupu. Jeżeli liczba nabywanych akcji zostanie zwiększona z poziomu $\%SR_1$ do $\%SR_2$, spowoduje to wzrost wartości wewnętrznej akcji o ($IVPS' - IVPS^*$). W przypadku, gdy wykup akcji stanowi stały procent kapitału zakładowego ($\%SR_1$), to wraz ze zmniejszeniem wartości wskaźnika atrakcyjności wykupu akcji własnych z poziomu ASR^* do ASR' nastąpi wzrost wartości wewnętrznej akcji do poziomu $IVPS'$.

Wzrost kursu rynkowego akcji nastąpić może w przypadku, gdy przez odkupienie ograniczona zostanie liczba akcji w obrocie. W wyniku popytu i podaży ich cena rynkowa rośnie. Jednakże na wzrost kursu rynkowego akcji wpływają także – oprócz popytu i podaży na akcję danej spółki – następujące czynniki:

- wielkość przeprowadzanego odkupienia (im większy wykup tym silniejszy sygnał o niedowartościowaniu przesłany na rynek przez spółkę)¹⁹,
- wielkość przedsięwzięcia (małe spółki są zwykle bardziej niedowartościowane, gdyż w tym przypadku asymetria informacyjna jest duża i dlatego ogłaszają one często odkupienie liczby akcji stanowiącej wysoki procent kapitału zakładowego)²⁰,
- sposób nabycia (wybranie określonej metody wykupu może wzmocnić efekt sygnalizacyjny, jak i sugerować pewne przyczyny dokonania odkupienia,

¹⁹ Szerzej: C. Padgett, Z. Wang, *Short-term Returns of UK Share Buyback Activity*, ICMA, 2007, s. 14–30.

²⁰ *Ibidem*, s. 15–28.

np. nabycie w drodze transakcji celowych może być wykorzystane przez spółkę w przypadku zmiany struktury właścicielskiej, a publiczne wezwanie do sprzedaży akcji po stałej cenie wskazywać może na niedowartościowanie tych walorów)²¹.

Można zatem przypuszczać, że realizacja przez inwestora określonej ponadprzeciętnej stopy zwrotu z akcji będzie zależała zarówno od liczby akcji, którą odkupi przedsiębiorstwo, wielkości spółki, jak i sposobu przeprowadzenia nabycia.

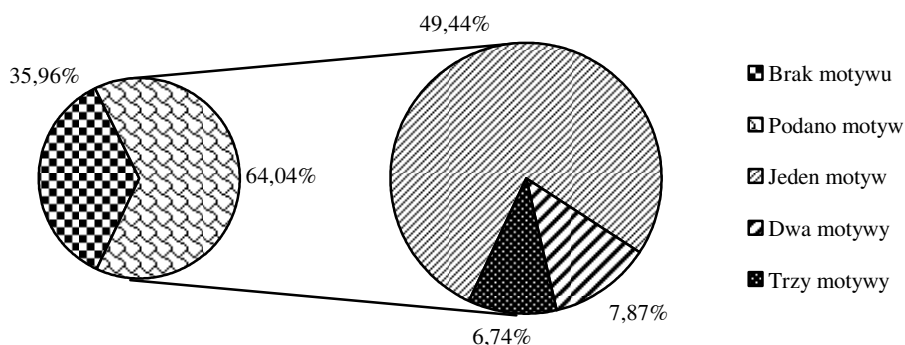
Podsumowując, w wyniku wykupu akcji własnych powinna wzrosnąć zarówno cena rynkowa tych walorów, jak i ich wartość wewnętrzna. Zauważyć jednakże należy, iż w przypadku kiedy motywem odkupienia jest niedowartościowanie akcji na rynku, zmniejszenie różnicy między ceną rynkową akcji a ich wartością wewnętrzną będzie możliwe jedynie w sytuacji, gdy tempo wzrostu wartości wewnętrznej będzie niższe od tempa wzrostu kursu rynkowego akcji (tj. stopy zwrotu z akcji spółki dokonującej odkupienia).

3. MOTYWY WYKUPU AKCJI WŁASNYCH SPÓŁEK NOTOWANYCH NA GPW W WARSZAWIE

W badanej zbiorowości 35,96% przedsiębiorstw nie podało przyczyn odkupienia. Przeważająca liczba spółek (łącznie 57 przedsiębiorstw) wskazała co najmniej jeden motyw przeprowadzenia odkupienia. Zdecydowana większość z nich (tzn. 44 spółki) podała jedynie jedną przyczynę nabycia akcji własnych. Na dwa motywy wskazało 7 przedsiębiorstw. Były to: Agora SA, Farmacol SA, Impexmetal SA, Gant SA, Boryszew SA, WSiP SA oraz Prosper SA. Natomiast trzy motywy wymieniło 6 spółek nabywających własne walory, tj.: Alchemia SA, Praterm SA, Tell SA, Yawal SA, ABPL SA oraz Multimedia SA (zob. rys. 2).

Wśród najczęściej wskazywanych przez spółki motywów nabycia akcji własnych znalazło się niedowartościowanie akcji spółki na rynku. Niższa od wartości wewnętrznej akcji ich cena rynkowa skłoniła 24 badane przedsiębiorstwa do przeprowadzenia nabycia. Drugim w kolejności najczęściej pojawiającym motywem odkupienia była restrukturyzacja kapitałowa spółki przeprowadzona w drodze umorzenia i obniżenia kapitału zakładowego. Tę przyczynę odkupienia wskazano w 23 przypadkach. Na trzecim miejscu znalazła się realizacja programu motywacyjnego w przedsiębiorstwie możliwa do wykonania dzięki odkupieniu własnych walorów (12 wskazań).

²¹ Szerzej: N. Vafeas *Determinants of Choice between Alternative Share Repurchase Methods*, „Journal of Accounting, Auditing & Finance” 1997, Vol. 12, s. 101–124.



Rys. 2. Liczba przedsiębiorstw podających do publicznej wiadomości motywów przeprowadzenia wykupu akcji własnych w latach 2004–2009

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółek pochodzących z GPWInfostręfa.

Tabela 1

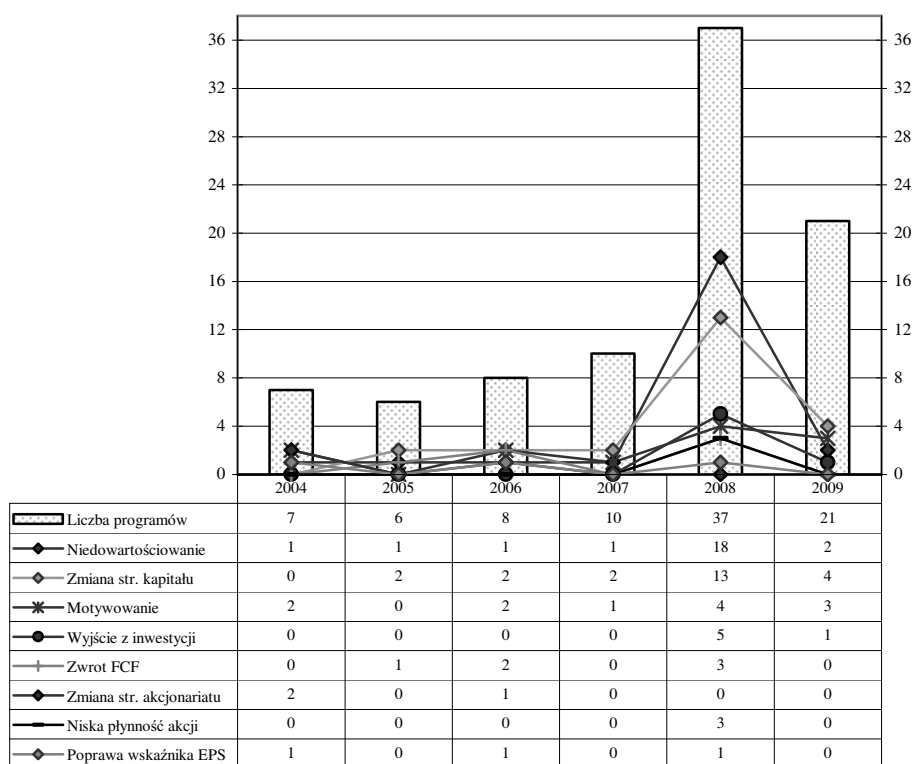
Motywy wykupu akcji własnych podawane do publicznej wiadomości przez spółki notowane na GPW w Warszawie w latach 2004–2009

Wyszczególnienie	Liczba wskazań
1. Niedowartościowanie akcji spółki na rynku	24
2. Zmiana struktury kapitałowej w drodze umorzenia i obniżenia kapitału zakładowego	23
3. Realizacja programu motywacyjnego w przedsiębiorstwie	12
4. Umożliwienie właścicielom wyjścia z inwestycji	9
5. Zwrot wolnych środków pieniężnych do akcjonariuszy	6
6. Zmiana struktury akcjonariatu	3
7. Niska płynność akcji spółki	3
8. Próba poprawy wskaźnika <i>EPS</i>	3
9. Brak rentownych projektów inwestycyjnych	1
10. Stopniowe ograniczenie działalności spółki	1
11. Nadpłynność finansowa liczona wskaźnikiem płynności bieżącej	1
12. Wydanie akcji udziałowcom spółki przejmowanej	1
Razem	87

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółek pochodzących z GPWInfostręfa.

Do kolejnych, rzadziej jednak pojawiających się przyczyn przeprowadzenia wykupu akcji własnych należą: umożliwienie inwestorom wyjścia z inwestycji

(9 wskazań; motywem tym kierowały się m. in. Farmacol SA oraz Alchemia SA), zwrot wolnych środków pieniężnych do akcjonariuszy (6 przypadków; sytuacja ta miała miejsce np. w spółce Drozapol SA), zmiana struktury akcjonariatu (3 wskazania; przyczynę tę wskazała Hydrobudowa SA, Grajewo SA oraz Boryszew SA), niska płynność akcji (3 przypadki, tj.: Tell SA, Stomil Sanok SA oraz Radpol SA), próba zwiększenia wartości wskaźnika „zysk na akcję” (3 wskazania; m. in. w spółce ABPL SA, Boryszew SA). Ponadto, jednokrotnie wskazano na: brak rentownych projektów inwestycyjnych (Konsorcjum Stali SA), stopniowe ograniczenie działalności spółki (Ponar SA), dążenie do zmniejszenia nadpłynności finansowej liczonej wskaźnikiem płynności bieżącej (WSiP SA) oraz wydanie akcji udziałowcom spółki przejmowanej (LPP SA) (zob. tab. 1).



Rys. 3. Przyczyny odkupienia akcji własnych podawane do publicznej wiadomości przez spółki notowane na warszawski parkiecie w latach 2004–2009

Źródło: jak do rys. 2.

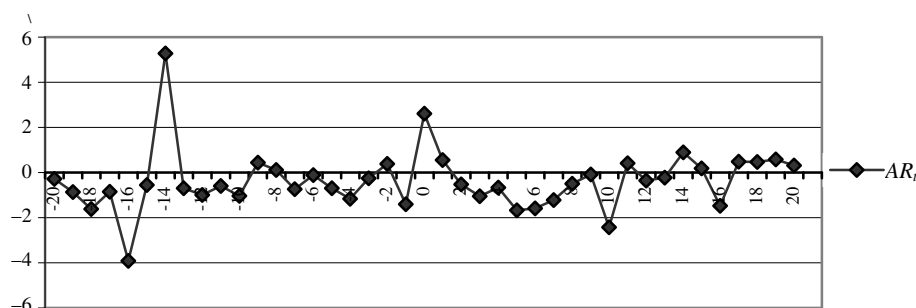
Rozpatrując motywy nabycia akcji własnych w ujęciu dynamicznym wskaźać należy, iż większość przyczyn nabycia rozkłada się podobnie w kolejnych latach okresu badawczego, z wyłączeniem dwóch ostatnich lat analizy. W roku

2008 zaobserwowano znaczący wzrost – względem liczby nowych programów nabycia – niedowartościowania akcji jako głównego motywu kierującego spółkami odkupującymi własne walory (18 wskazań). Częstotliwość wskazywania tego motywu związana jest zapewne z trudną sytuacją na rynku kapitałowym, która miała w tym czasie miejsce. Ponadto, w przedostatnim roku analizy spółki podawały także często jako przyczynę wykupu zmianę struktury kapitałowej (13 przypadków) oraz umożliwienie akcjonariuszom wyjścia z inwestycji (5 wskazań) (zob. rys. 3).

Wskazać należy, iż w roku 2009 niedowartościowanie akcji na rynku przestało być dominującym motywem wykupu, a wśród wymienianych przyczyn odkupienia najczęściej pojawiała się zmiana struktury kapitałowej i związane z nią dążenie do obniżenia średnioważonego koszu kapitału (4 wskazania) oraz realizacja programu motywacyjnego ustanowionego w spółce (3 przypadki).

4. ANALIZA KSZTAŁTOWANIA SIĘ ŚREDNICH PONADPRZECIĘTNYCH STÓP ZWROTU Z AKCJI WŁASNYCH NIEDOWARTOŚCIOWANYCH

Deklaracja nabycia akcji własnych w związku z ich niedowartościowaniem spotkała się z silną reakcją rynku kapitałowego. W dniu zdarzenia średnia ponadprzeciętna stopa zwrotu (AR_0) zwiększyła się do 2,61% (czyli aż o 4,01 p.p. w stosunku do dnia poprzedniego) i kształtowała na dodatnim poziomie jeszcze w kolejnym dniu po ogłoszeniu pierwszej informacji o planowanym odkupieniu akcji własnych. Zaobserwowano wtedy jednakże spadek AR_{+1} do poziomu 0,55%, czyli o 2,11 p.p. w stosunku do dnia zdarzenia. W 2 dniu po komunikacie o planowanym nabyciu AR_{+2} była już ujemna i wyniosła $-1,05\%$. AR_t utrzymywała się na ujemnym poziomie od drugiego do dziesiątego dnia po komunikacie (zob. rys. 4).



Rys. 4. Kształtowanie się średnich ponadprzeciętnych stóp zwrotu z akcji (AR_t) przy zapowiedzi odkupienia akcji własnych z powodu ich niedowartościowania [w %]

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych GPWInfostrefa oraz stron internetowych badanych spółek.

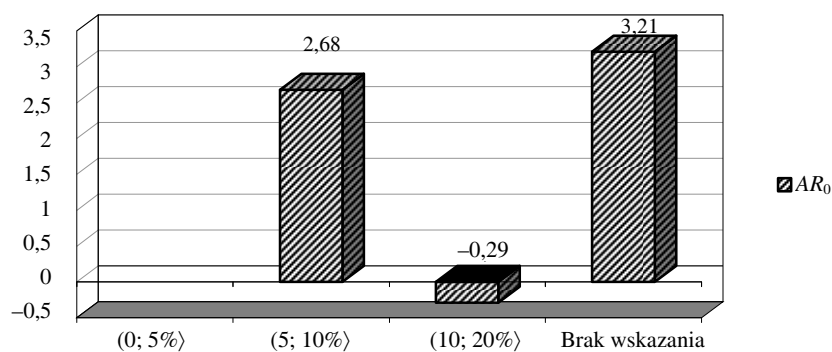
Zauważyć należy, iż wielkość planowanego wykupu akcji własnych związana jest z niedowartościowaniem akcji spółki. Jeżeli cena rynkowa akcji jest niższa niż wynikałoby to z faktycznej wartości przedsiębiorstwa, wykup własnych walorów przeprowadzany jest zwykle w większej liczbie akcji. Żadna z badanych spółek, która kierowała się przy ogłaszaniu nabycia wzrostem kursu akcji, nie zadeklarowała odkupienia tych walorów w wielkości mniejszej niż 5% kapitału zakładowego. Najwięcej spółek chciało wykupić od 5% do 10% tego kapitału, natomiast tylko dwie planowały nabyć taką liczbę akcji własnych, która stanowiła powyżej 10% kapitału zakładowego (zob. tab. 2).

Tabela 2

Liczba spółek deklarujących wykup akcji własnych niedowartościowanych według planowanej wielkości odkupienia

Planowana wielkość odkupienia	Liczba spółek nabywających akcje własne niedowartościowane
Wykup (0; 5%) kapitału zakładowego	–
Wykup (5; 10%) kapitału zakładowego	6
Wykup (10; 20%) kapitału zakładowego	2
Brak deklarowanej wielkości wykupu	16
Razem	24

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych *GPWInfostręfa* oraz stron internetowych badanych spółek.



Rys. 5. Kształtowanie się średniej ponadprzeciętnej stopy zwrotu z akcji własnych niedowartościowanych według planowanej wielkości odkupienia

Źródło: jak do rys. 4.

Najwyższą średnią ponadprzeciętną stopę zwrotu z akcji własnych otrzymano w przypadku spółek, które nie wskazały liczby odkupywanych akcji. Wyniosła ona w dniu zdarzenia 3,21%. W przypadku przedsiębiorstw, które nabywały akcje własne niedowartościowane w wielkości stanowiącej od 5% do 10% kapitału zakładowego, AR_0 była równa 2,68%, a dla spółek nabywających więcej niż 10% tego kapitału wskaźnik ten ukształtował się już na ujemnym poziomie i wyniósł $-0,29\%$ (zob. rys. 5).

Wśród spółek notowanych na warszawskim parkiecie w latach 2004–2009, które ogłosiły zamiar nabycia własnych walorów w celu zmniejszenia dysproporcji między wartością wewnętrzną tych walorów a ich ceną rynkową, dominowały te przedsiębiorstwa, które zapowiedziały odkupienie w drodze operacji przeprowadzonych na otwartym rynku (7 przypadków). Żadna spółka z grupy badawczej nie planowała wykupu akcji własnych w drodze transakcji pakietowych oraz publicznego wezwania do sprzedaży akcji. Odkupienie tych papierów wartościowych na otwartym rynku w połączeniu z nabyciem indywidualnie negocjowanym z właścicielem wskazało pięć spółek, a w połączeniu z publicznym wezwaniem do sprzedaży jedynie jedno przedsiębiorstwo. Ponadto, jedna spółka deklarowała nabycie akcji własnych niedowartościowanych wszystkimi trzema sposobami wykupu (zob. tab. 3).

Tabela 3

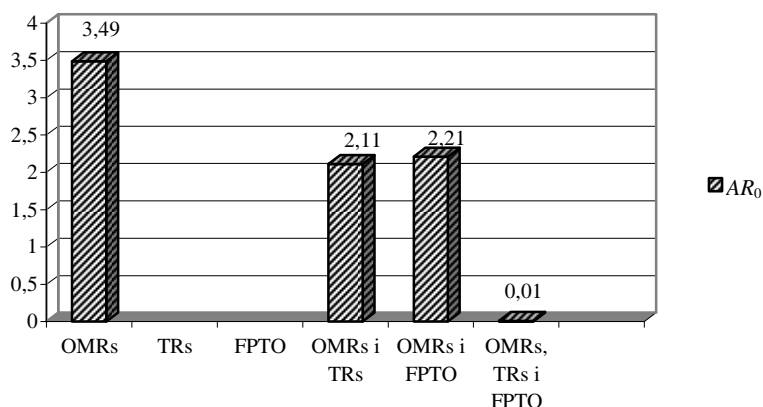
Liczba spółek planujących nabycie akcji własnych niedowartościowanych według sposobu ich odkupienia

Metoda wykupu akcji własnych	Liczba spółek nabywających akcje własne niedowartościowane
Operacje na otwartym rynku	7
Transakcje pakietowe	–
Publiczne wezwanie do sprzedaży akcji	–
Operacje na otwartym rynku wraz z transakcjami pakietowymi	5
Operacje na otwartym rynku wraz z publicznym wezwaniem do sprzedaży akcji	1
Operacje na otwartym rynku wraz z transakcjami pakietowymi oraz publicznym wezwaniem do sprzedaży akcji	1
Brak wskazania metody nabycia akcji własnych	10
Razem	24

Źródło: jak do tab. 2.

Najwyższą średnią ponadprzeciętną stopę zwrotu z akcji własnych otrzymano w dniu komunikatu o planowanym wykupie tych walorów w przypadku

transakcji mających miejsce na otwartym rynku (3,49%), w sytuacji wykupu na otwartym rynku w połączeniu z publicznym wezwaniem do sprzedaży akcji (2,21%) oraz w połączeniu z transakcjami pakietowymi (2,11%). Najniższa AR_0 wyniosła 0,01% i dotyczyła wykupu akcji własnych niedowartościowanych, które miały być nabyte wszystkimi trzema sposobami odkupienia (zob. rys. 6).



Rys. 6. Kształtowanie się średniej ponadprzeciętnej stopy zwrotu z akcji własnych niedowartościowanych według planowanej metody odkupienia

Źródło: jak do rys. 4.

W analizowanej grupie przedsiębiorstw dominowały spółki duże (11 przedsiębiorstw). Przedsiębiorstwa średnie nabyły akcje własne niedowartościowane 8-krotnie, a małe jedynie 5-krotnie²² (zob. tab. 4).

Tabela 4

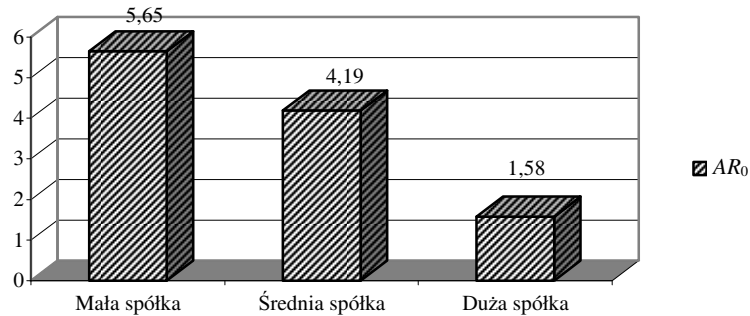
Liczba spółek planujących nabycie akcji własnych niedowartościowanych według wielkości przedsiębiorstwa

Wielkość spółki wykupującej akcje własne	Liczba spółek nabywających akcje własne niedowartościowane
Spółka mała	5
Spółka średnia	8
Spółka duża	11
Razem	23

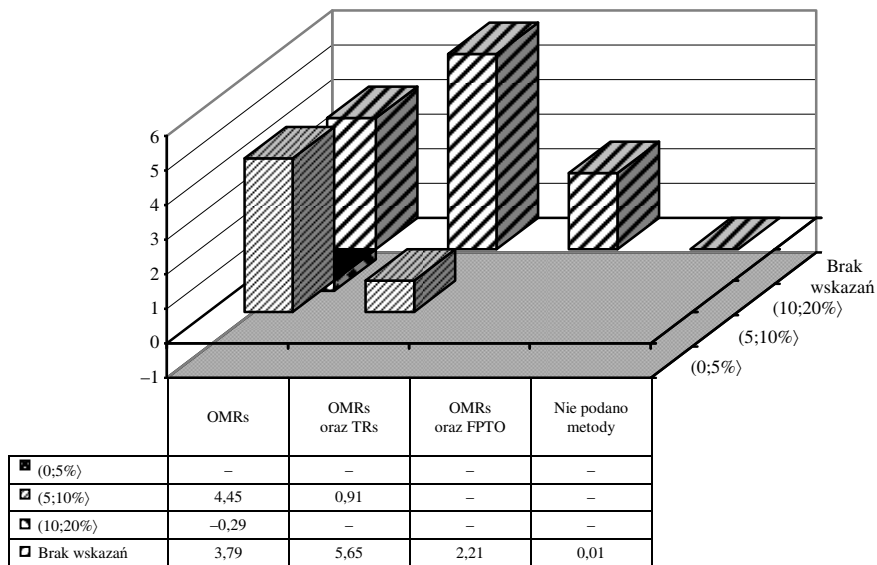
Źródło: jak do tab. 2.

²² Wielkość przedsiębiorstwa została ustalona za: C. Padgett, Z. Wang, *op. cit.*, s. 14–30, którzy określili ją jako logarytm naturalny z wartości rynkowej spółki ($\ln MV$).

Najwyższe średnie ponadprzeciętne stopy zwrotu z akcji własnych niedowartościowanych otrzymano dla spółek małych (5,65%), co potwierdzać może tezę, iż przedsiębiorstwa małe są najbardziej niedowartościowane. Dla spółek średnich AR_0 wyniosła 4,19%, a w przypadku przedsiębiorstw dużych była najniższa i równa 1,58% (zob. rys. 7).



Rys. 7. Kształtowanie się średniej ponadprzeciętnej stopy zwrotu z akcji własnych niedowartościowanych według wielkości przedsiębiorstwa przeprowadzającego wykup
 Źródło: jak do rys. 4.

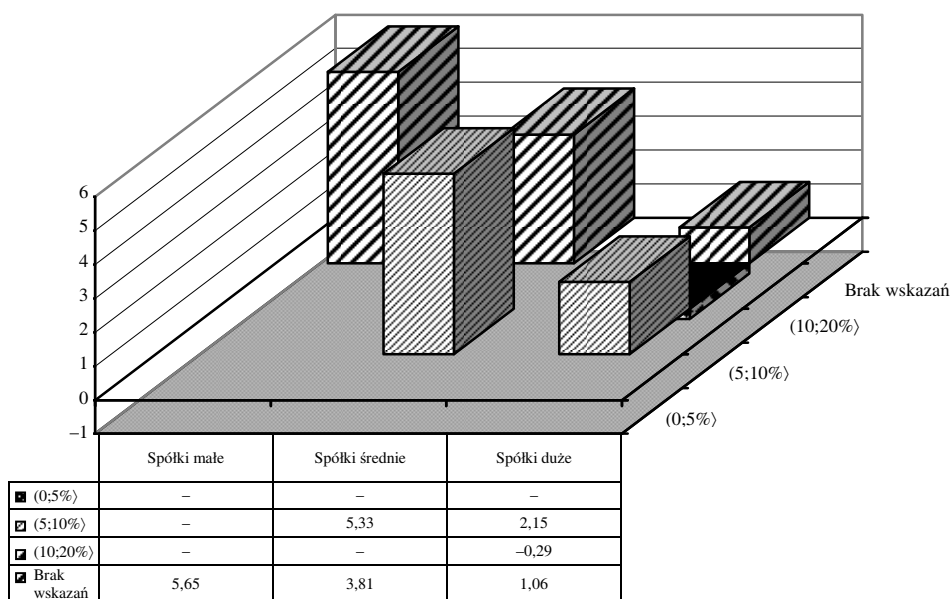


Rys. 8. AR_0 dla akcji niedowartościowanych – metoda nabycia a wielkość odkupienia [w %]

Źródło: opracowanie własne na podstawie komunikatów bieżących spółek w bazie danych GPWInfostrefa.

Badania nad kształtowaniem się średnich ponadprzeciętnych stóp zwrotu z akcji w dniu komunikatu o wykupie akcji własnych (AR_0) przeprowadzonego z związku z ich niedowartościowaniem pozwalają zauważyć, iż spółki małe nabywają akcje własne w ilości stanowiącej przynajmniej 10% kapitału zakładowego. Najwyższą stopę zwrotu – w przypadku spółek deklaruujących niedowartościowanie – uzyskano w sytuacji wykupu własnych walorów w drodze operacji otwartego rynku i transakcji celowych (5,65%), jednakże spółki nie sprecyzowały tu metody odkupienia. W przypadku wykupu od 5% do 10% kapitału zakładowego AR_0 była najwyższa dla przedsiębiorstw nabywających swoje walory na otwartym rynku (4,45%) (zob. rys. 8).

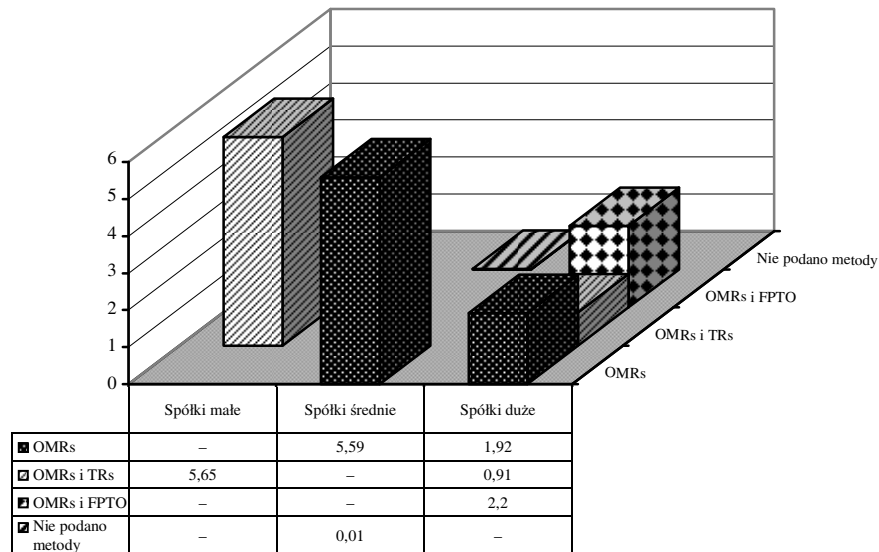
W przypadku spółek deklaruujących niedowartościowanie akcji, najwyższą średnią ponadprzeciętną stopę zwrotu zaobserwowano w dniu zdarzenia dla spółek małych, które nie podały wielkości planowanego odkupienia (5,65%). W przypadku spółek średnich oraz dużych AR_0 była najwyższa dla wykupu akcji własnych w liczbie stanowiącej od 5% do 10% kapitału zakładowego i wyniosła odpowiednio 5,33% oraz 2,15% (zob. rys. 9).



Rys. 9. AR_0 dla akcji niedowartościowanych – wielkość przedsiębiorstwa a wielkość odkupienia [w %]

Źródło: opracowanie własne na podstawie komunikatów bieżących spółek w bazie danych GPWInfostrefa oraz Roczników Giełdowych z lat 2004–2009.

Najwyższą średnią ponadprzeciętną stopę zwrotu z akcji spółek deklarujących wykup własnych walorów z powodu ich niedowartościowania zaobserwowano w przypadku przedsiębiorstw małych, które planowały nabycie akcji własne w ramach operacji otwartego rynku w połączeniu z transakcjami celowymi. AR_0 wyniosła w tym przypadku 5,65% (zob. rys. 10).



Rys. 10. AR_0 dla akcji niedowartościowanych – wielkość spółki a planowane metody odkupienia [w %]

Źródło: jak do rys. 9.

Średnia ponadprzeciętna stopa zwrotu była również wysoka w grupie spółek średnich, które deklarowały odkupienie na otwartym rynku (5,59%). W przypadku spółek dużych najwyższą AR_0 zaobserwowano dla nabycia własnych walorów z wykorzystaniem transakcji mających miejsce na otwartym rynku (1,92%).

5. ZAKOŃCZENIE

Wśród spółek wykupujących akcje własne dominowały te, które podały jeden motyw nabycia tych walorów. Najczęściej wskazywaną przyczyną nabycia akcji własnych było ich niedowartościowanie, czyli sytuacja, w której kurs rynkowy akcji jest niższy od ich wartości wewnętrznej.

Jednym ze sposobów zmniejszenia dysproporcji między ceną giełdową akcji a ich wartością wewnętrzną było nabycie akcji własnych. Liczba niedowartościowanych akcji własnych zwiększyła się znacząco w 2008 r. będącym okresem pogorszenia się sytuacji na rynku finansowym.

Deklaracja nabycia akcji własnych z powodu ich niedowartościowania spotkała się z silną reakcją warszawskiego parkietu. Uwidocznione to zostało we wzroście średniej ponadprzeciętnej stopy zwrotu z akcji w dniu komunikatu o planowanym wykupie oraz dniu następującym po dniu zdarzenia.

Rezultaty przeprowadzonych badań wskazują na występowanie zależności między wielkością odkupienia a wielkością niedowartościowania akcji. Żadna z badanych spółek nie zadeklarowała bowiem nabycia akcji własnych w wielkości mniejszej niż 5% kapitału zakładowego. Najwyższą AR_0 otrzymano w przypadku spółek, które nie podały planowanej wielkości nabycia akcji własnych.

Najwięcej spółek deklaroowało wykup akcji własnych niedowartościowanych w drodze operacji na otwartym rynku. W przypadku spółek nabywających własne walory tym sposobem uzyskano najwyższą średnią ponadprzeciętną stopę zwrotu z akcji.

Wśród przedsiębiorstw nabywających akcje własne niedowartościowane przeważały spółki duże, jednakże najwyższą AR_0 otrzymano dla spółek małych, co potwierdziło tezę, iż mniejsze przedsiębiorstwa są najbardziej niedowartościowane.

Aleksandra Pieloch

RESPONSE OF WARSAW CAPITAL MARKET TO THE NOTICE OF PLANNED BUY-BACK OF UNDERVALUED SHARES

This article aims to present the results of empirical studies on the evolution of abnormal rates of return on undervalued shares of Polish public companies on notice of planned repurchases of these securities.

The study assumed a signaling hypothesis, which states that the share repurchasing may be used by managers as a tool for sending information to the market about undervaluation of these assets. This hypothesis seems to be justified in terms of signaling theory and the theory of information asymmetry.

This article is divided into two main parts. The first part presents a theoretical concept of own shares, motives of repurchasing, the internal value of shares and the attractiveness rate of repurchases.

The second part presents the results of empirical research on the number of buy-back programs in 2001–2009, and the reasons for carrying out the repurchasing of shares. Main attention is paid to the analysis of the formation of abnormal rate of return on undervalued shares with particular emphasis on the planned size of the repurchasing, buy-back method and the size of the company.

Key words: undervalued shares, buy-back operations, average abnormal return, internal value of share, signaling hypothesis, attractiveness rate of repurchases.