

*TOMASZ SŁOŃSKI**BARTOSZ ZAWADZKI*

ANALIZA JAKOŚCIOWA WPŁYWU OGŁOSZENIA SKUPU AKCJI I WYPŁATY DYWIDENDY NA CENY AKCJI POLSKICH SPÓŁEK GIELDOWYCH

Wprowadzenie

Zasadniczą kwestią dla osób zarządzających finansami spółki jest optymalizacja sposobu osiągnięcia korzyści przez jej właścicieli. Współczesna teoria finansów stara się rozwiązać problem pomiaru korzyści (pieniężnych i niepieniężnych) osiąganych przez właścicieli spółki na jej wartość. W klasycznym ujęciu korzyść właścicieli jest definiowana jako przyrost ich zamożności, a transfer korzyści jest równoznaczny z przepływem pieniężnym.

Poszczególne właściciele spółki mają różną zdolność oddziaływania na jej przyszłe losy i odmienną kontrolę nad przepływami pieniężnymi spółki. Z tego powodu wielkość korzyści osiąganych przez różne grupy właścicieli może być różna. Prawo Unii Europejskiej oraz krajowe regulacje rynku kapitałowego zmierzają do zrównania praw tzw. udziałowców mniejszościowych i większościowych. Jeszcze większą dbałość o interesy udziałowców mniejszościowych przywiązuje się dla spółek notowanych na rynku giełdowym. Podstawowym sposobem transferu środków pieniężnych do właścicieli jest wypłata dywidendy. W ostatnich latach zarządy spółek notowanych na GPW dostrzegły możliwość transferu wartości poprzez ogłoszenie skupu własnych akcji. Skutkiem przeprowadzenia tych transakcji jest transfer środków pieniężnych dla właścicieli oraz zmiana struktury akcjonariatu. Zwiększająca się liczba skupów akcji pozwala na porównanie tych odmiennych sposobów dystrybucji środków pieniężnych pomiędzy inwestorami.

Analiza statystyczna wpływu skupów akcji oraz dywidend na cenę akcji powinna być poprzedzona analizą jakościową tych transakcji. Wynikiem analizy jakościowej będzie sformułowanie hipotez dotyczących potencjalnego wpływu jaki ma ogłoszenie zamiaru przeprowadzenia tych transakcji na zachowania inwestorów. Przedmiotem przedstawionej w artykule analizy jakościowej skupów akcji i dywidend będą: podstawy prawne, konsekwencje podatkowe przeprowadzenia poszczególnych transakcji, opis stosowanych na rynku krajowym praktyk rynkowych w zakresie skupów akcji i wypłat dywidend w różnych grupach spółek.

Skup własnych akcji oraz dywidenda jako sygnał o przyszłej kondycji finansowej spółki

Teoria asymetrii informacji oraz teoria przedstawicielstwa zajmują centralną pozycję w teorii zarządzania finansami przedsiębiorstwa. Asymetria informacji występuje, jeżeli jedna grupa uczestników gry rynkowej posiada inny zestaw informacji od innej grupy. Sygnał jest działaniem podejmowanym przez grupę dysponującą większym zestawem informacji zmierzającym do zmniejszenia asymetrii informacji pomiędzy grupami. Zakłada się, że zarząd jest dysponuje pełnym zestawem informacji, a inwestorzy stanowią grupę gorzej poinformowaną. Nierówny dostęp do informacji nie odgrywałby znaczącej roli, jeżeli zarząd (tj. przedstawiciele inwestorów) zawsze podejmowałiby decyzje zbieżne z oczekiwaniami inwestorów. Rozbieżne cele zarządu i inwestorów prowadzą do złej alokacji zasobów w obrębie przedsiębiorstwa. Zgodnie z opinią R. Lamberta¹ źródłem potencjalnych konfliktów jest: (1) zaniechanie działań optymalizujących zamożność inwestorów, (2) wykorzystanie przez zarząd zasobów spółki do realizacji własnych celów, (3) odmienny horyzont analizy dla decyzji inwestorów i zarządu, (4) odmienna awersja do ryzyka inwestorów i zarządu.

Początkowe badania teoretyczne nad powiązaniem dywidend z wartością spółki nie wykazały bezpośrednich relacji pomiędzy tymi parametrami. Brak powiązań wynikał z przesłanek teoretycznych (wnioski z rozważań F. Modiglianiego i M. Millera² mówiły o nieistotnym wpływie dywidend na wartość akcji) lub braku możliwości jednoznacznego odczytania sygnału przez inwestorów³. Bezpośrednie powiązanie wielkości wypłaconej dywidendy z wartością akcji jest utrudnione właśnie przez fakt, że dywidenda może być traktowana jako informacja o przyszłym poziomie przepływów pieniężnych spółki⁴.

Analiza sygnałów daje możliwość obserwacji zachowań inwestorów oraz formułowania hipotez na temat ich reakcji na zmianę: struktury kapitału, polityki dywidendy, skupu akcji czy podziału akcji. Sygnały można podzielić na te, którym towarzyszą egzogeniczne koszty (tzw. kosztowny sygnał jak np. wypłata dywidendy) oraz sygnały, którym towarzyszą endogeniczne koszty (tzw. tani lub bezkosztowy sygnał jak np. podział akcji). Ze względu na potencjalną rozbieżność celów pomiędzy inwestorami a zarządem informacje wysyłane przez spółkę są traktowane z rezerwą. Inwestorzy odczytując sygnał starają się odpowiedzieć na pytanie: czy sygnał o dobrej kondycji spółki nie został wysłany przez spółkę, która jedynie stara się naśladować zachowanie spółki dobrej?

¹ R.A. Lambert: *Contracting Theory and Accounting*, „Journal of Accounting and Economics” 2001, Vol. 32, s. 1–87.

² F. Modigliani, M. Miller: *Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, „American Economic Review”, June 1963, s. 433–443.

³ F. Black, M. Scholes: *The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns*, „Journal of Financial Economics”, May 1974, s. 1–22.

⁴ Dodatkowo, stosowana w równaniach regresji miara ryzyka systematycznego (β) jest obciążona dużym błędem, a podczas analizy należy obliczać stopy zwrotu z poszczególnych akcji, a nie portfeli akcji.

Bez względu na sposób wysłania sygnału dobre spółki mogą odseparować się od spółek nieatrakcyjnych wyłącznie wtedy, jeżeli spółki nieatrakcyjne nie mogą kopiować zachowań spółek dobrych. Selekcja spółek jest możliwy jeżeli korzyść uzyskana przez nieatrakcyjną spółkę w wyniku wysłania sygnału o dobrej kondycji spółki jest mniejsza od jego kosztu. Jeżeli koszt jest mniejszy od korzyści, to nieatrakcyjne spółki będą wysyłać korzystne sygnały, a inwestorzy nie będą mogli odróżnić spółek dobrych od nieatrakcyjnych.

Wypłata dywidendy jest sygnałem, który jest kosztem dla spółki. Spółki ogłaszając zwiększenie kwoty wypłacalnej dywidendy sygnalizują duże przeszłe przepływy pieniężne. Podstawy teoretyczne oraz wyniki badań na temat sygnalizacji przyszłego poziomu przepływów pieniężnych poprzez zmianę poziomu dywidendy można znaleźć w pracach S. Bhattacharya⁵ oraz J. Kose i J. Williamsa⁶. Badania empiryczne potwierdzają powiązanie pomiędzy zmianą dywidendy, zmianą kursu akcji oraz przyszłym poziomem zysków oraz podkreślają rolę dywidendy jako sygnału wysyłanego inwestorom. Wyniki badań mówią o tym, że zwiększenie poziomu dywidendy zwiększa cenę akcji i *vice versa* (szczególnie ogłoszenie o wypłacie dywidendy po raz pierwszy zwiększa cenę akcji⁷). Badania wykazały również silne dodatnie powiązanie pomiędzy zwiększeniem dywidend a wzrostem zysków w następnych dwóch latach.

Badania G. Grullona i R. Michaely'ego⁸ dokumentują wzrost popularności skupów własnych akcji w porównaniu z wypłatą dywidend. Rezultaty ich badań mówią o tym, że skupy akcji nie tylko zyskały na znaczeniu ale zarządy spółek przeznaczają na skupy akcji środki, które dawniej byłyby przeznaczone na zwiększenie dywidend. Małe spółki mają większą skłonność do skupów akcji, a większe chętniej wypłacają dywidendę, a nadwyżkę środków pieniężnych przeznaczają na skup akcji. Głównymi motywami skupów własnych akcji są: niedowartościowanie akcji spółki, dystrybucja wolnych przepływów pieniężnych (podawana w podręcznikach z obszaru finansów przedsiębiorstwa jako powód podstawowy). W niektórych sytuacjach skup własnych akcji jest powodowane chęcią zwiększenia efektu dźwigni finansowej, chęcią neutralizacji efektu rozwodnienia udziałów wywołanego wykonaniem przez menedżerów opcji na akcje oraz obroną przed wrogim przejęciem. Hipotezą, która nie pojawiła się w badaniach A. Dittmar jest hipoteza o zawartości informacyjnej skupu własnych akcji. Hipoteza ta mówi o tym, ogłoszenie o skupie własnych akcji jest sygnałem o wzroście przyszłych przepływów pieniężnych lub o braku korzystnych możliwości inwestycyjnych w przyszłości, dlatego ostateczna interpretacja zależy od kontekstu analizy.

⁵ S. Bhattacharaya: *Imperfect Information, Dividend Policy and the 'Bird in Hand' Fallacy*, „Bell Journal of Economics” 1979, Vol. 10, s. 259–270.

⁶ J. Kose, J. Williams: *Dividends, Dilution and Taxes: A Signaling Equilibrium*, „Journal of Finance” 1985, vol. 40, s. 93–131.

⁷ Badania wykazały, że rozpoczęcie wypłat dywidendy skutkuje 3% wzrostem cen akcji (Asquith, Mullins, 1983, s. 76–96).

⁸ G. Grullon, R. Michaely: *Dividends, Share Repurchase and the Substitution Hypothesis*, „Journal of Finance” 2002, nr 57, s. 1649–1684.

Jedną z najważniejszych publikacji na temat pojemności informacyjnej skupów akcji jest raport z badań T. Vermaelna⁹. Wykazał on, przede wszystkim, że ogłoszenie skupu akcji po stałej cenie powoduje przeciętnie wzrost ceny akcji o 15,7%. Jedynie dla 10,7% populacji spółek skutkowało to obniżeniem kursu akcji. Dodatkowo, jego badania (podobnie jak R. Masulisa¹⁰) potwierdzają wzrost kursu wywołany efektem dźwigni finansowej. Ostatecznie okazało się, że najlepszym wytłumaczeniem efektu wzrostu kursu akcji jest to, że skup akcji jest sygnałem o dobrych perspektywach rozwoju spółki. Autor badań wykazał, że zysk na jedną akcję spółek wzywających do sprzedaży swoich akcji był większy od zysku, który można było przewidzieć na podstawie analizy danych historycznych. Trzy zmienne: wielkość premii, liczba akcji skupionych oraz liczba akcji będąca w posiadaniu zarządu w 60% tłumaczyła zmienność efektu wzrostu wartości akcji. Późniejsze badania przeprowadzone na rynku USA pokazują, że reakcja rynku finansowego na ogłoszenie wykupu własnych udziałów powoduje średni wzrost notowań udziałów o 3,5%¹¹.

Większość badaczy twierdzi, że skup własnych akcji stanowi dobrą alternatywę dla wypłaty dywidendy i można je traktować jako działania substytucyjne. W konsekwencji takie stwierdzenia można napotkać w najpopularniejszych podręcznikach z dziedziny finansów przedsiębiorstwa. Opinie o tym, że ogłoszenie o skupie własnych akcji nie wywoła takiej samej reakcji jak wypłata dywidendy można znaleźć w podawanej wcześniej pracy J. Kose i J. Williamsa¹² oraz w pracy F. Allena, A. Bernardo, I. Welch¹³, gdzie różnice tłumaczono innymi konsekwencjami podatkowymi.

Wypłata dywidendy oraz skupy własnych akcji na GPW w latach 2005–2010

Liczba spółek notowanych na GPW w Warszawie, kształtuje w ostatnich latach na tym samym poziomie. Ze względu na wzrastającą liczbę spółek notowanych udział spółek płacących dywidendę do ogólnej liczby spółek jest coraz mniejszy i kształtuje się obecnie na poziomie ok. 25%.

W początkowym okresie popularność wykupów była niewielka, w roku 2005 odnotowano jedynie 3 takie ogłoszenia, w latach 2006 oraz 2007 takich ogłoszeń było już 10, szczyt przypadł na rok 2008 oraz 2009, kolejno 47 i 29 wykupów, rok 2010 przyniósł powrót do niskiej ilości 13 wykupów.

⁹ T. Vermaelen: *Common Stock Repurchases and Market Signaling: An Empirical Study*, „Journal of Financial Economics”, June (9) 1981, s. 139–183.

¹⁰ R. Masulis: *Stock Repurchase by Tender Offer: An Analysis of the Causes of Common Stock Price Changes*, „Journal of Finance” May 1980, s. 305–318.

¹¹ Dodatkowo, jeżeli inwestor trzyma udziały przez cztery lata po dokonaniu wykupu, to ponadprzeciętna stopa zwrotu wynosi 12%. D. Ikenberry, J. Lakonishok, T. Vermaelen: *Market Underreaction on Open Market Share Repurchases*, „Journal of Financial Economics” 1995, 39, s. 181–208.

¹² J. Kose, J. Williams: *Dividends, Dilution and Taxes: A Signaling Equilibrium*, „Journal of Finance” 1985, vol. 40, s. 93–131.

¹³ F. Allen, A. Bernardo, I. Welch: *A Theory of Dividends Based on Tax Clientels*, „Journal of Finance” 2002, 55, s. 2499–2536.

Tabela 1

Liczba spółek notowanych na GPW w Warszawie skupujących własne akcje oraz wypłacających dywidendę w latach 2005–2009

Wyszczególnienie	2005	2006	2007	2008	2009
Liczba spółek wypłacających dywidendę	84	89	93	104	96
Liczba programów wykupu	3	10	10	47	29
Łącznie spółek	255	275	342	366	377
Udział spółek wypłacających dywidendę	32,94%	32,36%	27,19%	28,42%	25,46%
Udział spółek skupujących własne akcje	1,18%	3,64%	2,92%	12,84%	7,69%

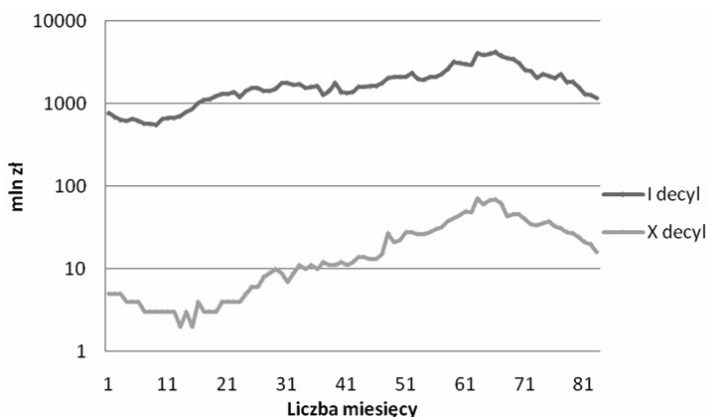
Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 1 zaprezentowano liczbę dywidend oraz skupów własnych akcji ogłoszonych w latach 2005–2010 przez spółki aktualnie notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Z populacji wycofano spółki, które obecnie nie są notowane lub zostały w tym okresie przejęte przez inne spółki. Analiza nie została przeprowadzona ze względu na brak dostępu do danych. Należy nadmienić, że wyeliminowano z populacji stosunkowo niewielką liczbę spółek.

W opisie spółek notowanych na rynku USA w latach 1984–2002 E.F. Fama oraz K.R. French zauważyli, że udział procentowy spółek wypłacających dywidendę w ostatnich dziesięcioleciach stale się obniża¹⁴. Ich zdaniem obniżenie się było wywołane pojawieniem się nowych, małych, obecnie mało rentownych spółek notowanych w różnych segmentach rynku. Na polskim rynku kapitałowym można również zaobserwować zmniejszający się udział, które nie wypłacają dywidendy. Wzrostowi liczby spółek notowanych na giełdzie nie towarzyszy wzrost liczby spółek płacących dywidendę.

Spółki przeprowadzające skup akcji zostały podzielone pod względem kapitalizacji w momencie ogłoszenia decyzji o wypłacie dywidendy bądź o skupie akcji. Podział ze względu na wielkości spółki nie jest zadaniem łatwym, ponieważ średnia kapitalizacja spółek w analizowanym okresie znacznie się zmieniła. Z tego powodu, zdecydowano o okresie znacznie się zmieniła. Rysunek 1 pokazuje jak zmieniła się kapitalizacja spółek notowanych na GPW w Warszawie należących do pierwszego i ostatniego decyła w latach 2002–2007.

¹⁴ E.F. Fama, K.R. French: *Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay*, „Journal of Financial Economics”, vol. 60(1) April 2001, s. 3–43. W latach 2002 do 2004 odnotowano wzrost udziału spółek wypłacających dywidendę co tłumaczy się, między innymi, obniżeniem podatku od dochodów uzyskiwanych z tytułu dywidendy w r. 2003 (Julio, Ikenberry 2004, s. 1–37).



Rys. 1. Granica pierwszego i dziesiątego decyla dla spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2002–2007 pogrupowanych pod względem kapitalizacji

Źródło: T. Słoński, K. Kwiatkowski: *Czynniki określające stopę zwrotu małych spółek notowanych na GPW w Warszawie według zmodyfikowanego modelu CAPM*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego 2010, nr 586, s. 658.

Podjęto decyzję o ustaleniu absolutnych wartości granicznych, które pozwalają na zaszerzowanie spółek do grupy spółek małych (poniżej 100 mln zł), średnich (pomiędzy 100 mln a 1000 mln zł), spółek dużych (powyżej 1000 mln zł).

Tabela 2 przedstawia udział liczbę spółek płacących dywidendę oraz procentowy udział spółek w danej grupie. Największe obniżenie udziału spółek płacących dywidendę nastąpił w spółkach dużych. W ostatnich dwóch latach udział spółek płacących dywidendę w pozostałych grupach obniżenie udziału nie następuje w tak dużym tempie.

W tabeli 3 przedstawiono liczbę spółek, które przeprowadziły skup własnych akcji oraz procentowy udział w próbach spółek pogrupowanych pod względem kapitalizacji.

Tabela 2

Liczba spółek wypłacających dywidendę w podziale na spółki duże, średnie i małe

	2005	2006	2007	2008	2009
1	2	3	4	5	6
Liczba spółek o kapitalizacji do 100 mln zł – spółki małe	109	79	92	198	169
Liczba spółek o kapitalizacji od 100 do 1 mld zł – spółki średnie	107	135	163	127	139
Liczba spółek o kapitalizacji powyżej 1 mld zł – spółki duże	39	64	87	46	69
Liczba spółek małych płacących dywidendę	23	11	10	36	30
Liczba spółek średnich płacących dywidendę	35	46	42	44	40

1	2	3	4	5	6
Liczba spółek dużych płacących dywidendę	26	32	41	27	26
Udział spółek płacących dywidendę w populacji spółek małych	21,10%	13,92%	10,87%	18,18%	17,75%
Udział spółek płacących dywidendę w populacji spółek średnich	32,71%	34,07%	25,77%	34,65%	28,78%
Udział spółek płacących dywidendę w populacji spółek dużych	66,67%	50,00%	47,13%	58,70%	37,68%

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 3

Liczba spółek wypłacających dywidendę oraz w podziale na spółki duże, średnie i małe

	2005	2006	2007	2008	2009
Liczba spółek małych płacących dywidendę	3	7	6	19	13
Liczba spółek średnich płacących dywidendę	0	3	4	23	15
Liczba spółek dużych płacących dywidendę	0	0	0	5	1
Udział spółek płacących dywidendę w populacji spółek małych	2,75%	8,86%	6,52%	9,60%	7,69%
Udział spółek płacących dywidendę w populacji spółek średnich	0,00%	2,22%	2,45%	18,11%	10,79%
Udział spółek płacących dywidendę w populacji spółek dużych	0,00%	0,00%	0,00%	10,87%	1,45%

Źródło: opracowanie własne.

W analizowanym okresie liczba wykupów akcji systematycznie rosła. Największą liczbę wykupów odnotowano w roku 2008. Największe zmiany następowały w grupie spółek dużych i średnich (w grupie spółek dużych do roku 2008 nie przeprowadzono skupów własnych akcji). W ostatnich dwóch latach popularność skupów własnych akcji w tej grupach spółek obniżyła się. Skupy akcji w grupie spółek małych utrzymują się na relatywnie stałym poziomie.

Siła oddziaływania sygnału o skupie własnych akcji i wypłacie dywidendy dla polskich spółek giełdowych

W punkcie drugim artykułu podkreślono fakt, że wypłata dywidendy oraz skup własnych akcji dają inwestorom sygnał o przyszłej kondycji finansowej spółki. To w jaki sposób ogłoszenie danej transakcji będzie określało zachowania akcjonariuszy będzie zależało od pojemności informacyjnej sygnału (czyli tego jakiego rodzaju informacje sygnał ze sobą niesie) oraz o jego siły.

Można stwierdzić, że pojemność informacyjna ogłoszenia o skupie własnych akcji jest potencjalnie większa w porównaniu z wypłatą dywidendy, ponieważ liczba informacji, która jest będzie świadczyć o pozytywnym wpływie na wyniki spółki jest dla tej transakcji duża. Do listy czynników podanych w badaniach A. Dittmar, które mogą oddziaływać pozytywnie na cenę akcji można zaliczyć zmianę struktury akcjonariatu. W polskich warunkach większość skupów akcji jest realizowana jako transakcje skupu na wolnym rynku, przy deklarowanym przez zarząd opinii o niedowartościowaniu akcji. Oznacza to, że akcji będą pozbywać się w pierwszej kolejności inwestorzy, którzy są skłonni odsprzedać je po najniższej cenie. Po zakończonym programie skupu akcji w spółce pozostaną inwestorzy przypisujący akcjom ceny wyższe od notowań na rynku.

Do korzyści związanych z wykupem własnych akcji przez spółkę można zaliczać podatkowe korzyści dla inwestorów. Wypłata dywidendy netto następuje po zapłacie zryczałtowanego podatku dochodowego inwestora indywidualnego od dochodów z tytułu dywidendy. Skup własnych akcji daje inwestorowi możliwość rozliczenia dochodu (różnicy pomiędzy ceną nabycia a ceną sprzedaży) w podatkowym zeznaniu rocznym.

Potencjalny efekt który może zostać wywołany ogłoszeniem o wypłacie dywidendy sprowadza się do przekazania części wolnych środków pieniężnych oraz wysłania sygnału o przyszłej sytuacji finansowej spółki.

Podjęcie przez Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy uchwały o wypłacie dywidendy daje akcjonariuszowi prawo do jej uzyskania. Niewypłacenie deklarowanej dywidendy w oznaczonym terminie pozwala na naliczenie odsetek karnych. W związku z tym, prawdopodobieństwo otrzymania deklarowanej dywidendy jest wysokie.

Analiza siły sygnału jakim jest skup własnych akcji w polskich warunkach pozwala na stwierdzenie, że jego siła jest nieporównywalnie mniejsza od wypłaty dywidendy.

W polskich warunkach większość programów skupu akcji jest przeprowadzona na zasadach skupu na otwartym rynku, którego regulamin jest ustanowiony decyzją zarządu spółki. Przedstawiona w regulaminie kwota przeznaczona na skup akcji oraz zakres cen jest wyłącznie odzwierciedleniem regulacji prawnych dotyczących programów skupu¹⁵.

Do najważniejszych wymogów narzuconych przez przepisy prawa należą:

Obowiązek ogłoszenia skupu przez zarząd po uprzedniej akceptacji przez Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy (WZA) spółki:

- zakaz skupu więcej niż 20 % kapitału akcyjnego spółki,
- obowiązek ogłoszenia maksymalnej liczby skupowanych akcji,
- obowiązek ogłoszenia maksymalnej kwoty przeznaczonej na skup akcji,
- obowiązek określenia z góry okresu skupu akcji (do 5 lat),
- Określenie maksymalnej i minimalnej ceny za akcje,

¹⁵ Przede wszystkim: art. 363 Kodeksu Spółek Handlowych, art. 159 Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Rozporządzenie Komisji Wspólnot Europejskich nr 2273/2003.

Przepisy prawa narzucają ograniczenia, które zależą od specyfiki obrotu akcjami na rynku. Do tego rodzaju ograniczeń można zaliczyć:

- ograniczenie liczby skupionych akcji do 25% średniego dziennego wolumenu,
- określenie maksymalnego pułapu cenowego do ceny z ostatniego niezależnego obrotu i najwyższej bieżącej niezależnej oferty w miejscu obrotu.

Informacje zawarte w regulaminie nie stanowią oferty wiążącej dla zarządu. Przede wszystkim, kwoty przeznaczone na skup akcji z reguły nie osiągają poziomu kwoty przedstawionej w regulaminie. Podobnie wygląda kwestia zakładanej liczby skupionych akcji. Dla dużej części spółek nie można zebrać kompletnych informacji o liczbie skupionych akcji w trakcie realizacji programu. Należy zaznaczyć, że część programów skupu na otwartym rynku jest realizowana w bardzo niewielkim zakresie lub nie jest realizowana wcale. Po zakończeniu programu skupu akcji na otwartym rynku część spółek nie przedstawia raportu końcowego. Niektóre spółki decydują się na przedłużenie programu skupu akcji, co uniemożliwia inwestorowi określenie kiedy ostatecznie spółka zacznie przeprowadzać skup własnych akcji. Spółki, które przeprowadzają program skupów akcji zbieżnie z regulaminem są wyjątkiem.

W większości wypadków powodem ogłoszenia skupu własnych akcji jest opinia o niedowartościowaniu cen akcji. Niektóre spółki podają jako dodatkowy powód stabilizację kursu akcji, a w nielicznych wypadkach chęć wypełnienia zobowiązań wynikających z programu motywacyjnego pracowników. Podsumowując, siła sygnału jakim jest ogłoszenie skupu akcji na otwartym rynku jest w większości wypadków sygnałem o niedowartościowaniu akcji spółki wysłanym po stosunkowo niewielkim koszcie lub bezkosztowo.

Sytuacja wygląda inaczej w przypadku wezwania do skupu akcji po stałej cenie. Wezwanie do skupu akcji ma ściśle podaną cenę oraz czas trwania oferty. W analizowanym okresie wyłącznie 6 spółek (w tym jedna dwa razy) ogłaszało wezwanie do skupu własnych akcji na tych warunkach. Za wyjątkiem jednego przypadku, wezwanie do skupu akcji kończyło się redukcją zleceń (średnio ok. 70%). W porównaniu ze skupem akcji na otwartym rynku wezwanie do skupu akcji po stałej cenie jest z perspektywy inwestora o wiele bardziej pewne (choć mechanizm redukcji nie zapewnia pełnej skuteczności).

Podsumowanie

Liczba transakcji związanych z transferem środków pieniężnych właścicielom mniejszościowym jest na polskim rynku giełdowym stosunkowo duża. W odróżnieniu od trendów, które można zaobserwować na rynkach rozwiniętych jest zmniejszający się udział spółek płacących dywidendę w grupie spółek dużych oraz względnie wysoki udział spółek płacących dywidendę w grupie spółek małych. Jednakże podobnie jak w przypadku rynków rozwiniętych udział spółek dużych w kwocie dywidend wypłaconych przez wszystkie spółki jest bardzo duży.

W ostatnich latach liczba przeprowadzonych skupów własnych akcji znacząco wzrosła. Nie można jednak tego faktu wytłumaczyć tym, że zarządy spółek postrzegają skup własnych akcji jako odmienny sposób transferu środków pieniężnych, który daje akcjonariuszom dodatkowe korzyści podatkowe. Analiza praktyk związanych z wykupem udziałów wskazuje na to, że decyzja o wykupie własnych akcji jest przede wszystkim bezkosztowym sygnałem o niedowartościowaniu akcji spółki. Znaczna większość skupów jest przeprowadzana na zasadach skupu na wolnym rynku, a sam skup akcji jest przeprowadzony w niewielkim zakresie lub wcale. Nie oznacza to jednak, że ogłoszenie o skupie własnych akcji nie będzie miało wpływu na osiągnięcie ponadprzeciętnych stóp zwrotu przez inwestorów. Może się okazać, że z szerokiego spektrum informacji, które może zawierać się w informacji o skupie akcji wybrano wyłącznie informacje o potencjalnym niedowartościowaniu kursu akcji. W takiej sytuacji analiza skupu akcji własnych nie stanowi alternatywy dla dywidendy.

Literatura

- Allen F., Bernardo A., Welch I.: *A Theory of Dividends Based on Tax Clientels*, „Journal of Finance” 2002, 55.
- Asquith P., Mullins Jr D.: *The impact of Initiating Dividend Payments on Shareholder Wealth*, „Journal of Business”, January 1983.
- Bhattacharaya S.: *Imperfect Information, Dividend Policy and the 'Bird in Hand' Fallacy*, „Bell Journal of Economics” 1979, Vol. 10.
- Black F., Scholes M.: *The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns*, „Journal of Financial Economics”, May 1974.
- Dittmar A.: *Why Do Firm Repurchase Stocks?*, „Journal of Business” 2000, vol. 73.
- Grullon G., Michaely R.: *Dividends, Share Repurchase and the Substitution Hypothesis*, „Journal of Finance” 2002, 57.
- Fama E.F., French K.R.: *Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay*, „Journal of Financial Economics”, vol. 60(1) April, 2001
- Ikenberry D., Lakonishok J., Vermaelen T., *Market Underreaction on Open Market Share Repurchases*, „Journal of Financial Economics” 1995, 39.
- Julio B., Ikenberry D.L.: *Reappearing Dividends*, (July 2004), dostępny na stronie SSRN: <http://ssrn.com/abstract=585703>.
- Kose J., Williams J.: *Dividends, Dilution and Taxes: A Signaling Equilibrium*, „Journal of Finance” 1985, vol. 40.
- Lambert R.A.: *Contracting Theory and Accounting*, „Journal of Accounting and Economics” 2001, Vol. 32.
- Masulis R.: *Stock Repurchase by Tender Offer: An Analysis of the Causes of Common Stock Price Changes*, „Journal of Finance” May 1980.

- Modigliani F., Miller M.: *Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, „American Economic Review” June 1963.
- Słoński T., Kwiatkowski K.: *Czynniki określające stopę zwrotu małych spółek notowanych na GPW w Warszawie według zmodyfikowanego modelu CAPM*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego 2010, nr 586.
- Vermaelen T.: *Common Stock Repurchases and Market Signaling: An Empirical Study*, „Journal of Financial Economics” 1981, June (9).

*dr Tomasz Słoński
mgr Bartosz Zawadzki
Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu*

Streszczenie

Przedmiotem zainteresowania autorów był znaczący wzrost skupów własnych akcji przeprowadzony przez polskie spółki giełdowe w 2008 roku. Teoria finansów podaje szereg powodów dla których można przeprowadzić skupy własnych akcji. W warunkach polskich skup akcji nie może być traktowany jako alternatywa dla dywidendy, nie tylko za sprawą wpływu na stopę zwrotu wywołaną odmiennym opodatkowaniem dochodów ale przede wszystkim różną zawartością informacyjną tych transakcji. Pomimo tego, że pojemność informacyjna sygnału o skupie akcji jest w porównaniu z dywidendą o wiele większa, to głównym powodem ogłoszenia skupu było wysłanie sygnału o niedowartościowaniu cen akcji.

THE EFFECTS OF ANNOUNCING STOCK BUYBACK AND DIVIDEND PAYOUT ON POLISH STOCK PRICES – QUANTITATIVE ANALYSIS

Summary

The main area of the authors interests was the significant increase of the number of share buybacks programs in 2008. Financial theory gives many potential reasons for conducting a share buyback. In Polish economic environment share buybacks cannot be treated as an alternative for the dividend payout, not only due to fiscal differences but mostly because of the different information content of this transactions. Although the information capacity of the share buyback is higher than of the dividend, the main reason for conducting such programs was merely to send a signal about the undervaluation of shares.

