

ALEKSANDRA PIELOCH**Uniwersytet Łódzki****WPLYW OGŁOSZENIA DECYZJI O WYKUPIE AKCJI WŁASNYCH NA
WARTOŚĆ RYNKOWĄ SPÓŁEK NOTOWANYCH NA GPW W WARSZAWIE****1. Wprowadzenie**

Zasadniczym celem artykułu jest zaprezentowanie wyników wstępnych badań empirycznych nad reakcją rynku kapitałowego na pierwszą informację o zamiarze wykupu akcji własnych spółek publicznych notowanych na GPW w Warszawie.

Problematyka odkupienia akcji własnych przez przedsiębiorstwa jest zagadnieniem bardzo doniosłym dla realizacji strategicznych celów działania tych podstawowych jednostek gospodarczych. Jednym z nich jest pomnażanie wartości przedsiębiorstwa. Wartość rynkowa przedsiębiorstwa jest bowiem uznawana za podstawowy wyznacznik aktualnej i przyszłej zdolności spółki do zaspakajania potrzeb społecznych. To zaspakajanie potrzeb społecznych nie jest adresowane tylko do klientów przedsiębiorstwa, lecz także do jego właścicieli, którzy oczekują realizacji wysokich stóp zwrotu z kapitału własnego oraz pozostałych interesariuszy.

Możliwości zapewnienia właścicielom otrzymania oczekiwanej zwrotności z kapitału własnego zależą zarówno od podejmowania i realizowania w sposób efektywny ważnych decyzji finansowych, jak i decyzji inwestycyjnych, marketingowych, kadrowych itp. Jedną ze strategicznych decyzji finansowych jest wykup przez spółkę akcji własnych. Strategiczny charakter decyzji o wykupie akcji własnych, która jest także nazywana decyzją o odkupieniu lub nabyciu akcji własnych, wyraża się w zmianie wartości i struktury kapitału przedsiębiorstwa oraz długookresowej sytuacji finansowo – majątkowej zarówno spółki akcyjnej odkupującej akcje własne, jak i właścicieli godzących się na sprzedaż tych papierów wartościowych. Rynek wykupu akcji własnych stanowi dynamicznie rozwijający się segment rynku korzyści dywidendowych i zarazem rynku kapitałowego.

Można przyjąć, iż pomnażanie wartości przedsiębiorstwa związane jest z podejmowaniem i realizacją decyzji o wykupie akcji własnych spowodowanych wieloma różnorodnymi przyczynami. Generalnie biorąc, wielość i różnorodność motywów wykupu akcji własnych odślania zróżnicowane siły, sposoby i efekty realizacji tego rodzaju strategii finansowej przedsiębiorstwa.

Wykup akcji własnych może być postrzegany jako alternatywna wobec dywidendy pieniężnej forma zwrotu środków finansowych dla akcjonariuszy, mająca na celu zwiększenie płynności rynkowej akcji, zmniejszenie niedowartościowania akcji, czy też obronę przed wrogim przejęciem¹. Ponadto, nabycie akcji własnych zorientowane może być na umorzenie części akcji, zmniejszenie wartości kapitału własnego oraz zwiększenie relatyw-

¹ S.G. Badrinath, N.P. Varaiya, R.L. Ferling, *Share Repurchase: To Buy or Not to Buy*, *Financial Executive*, May 2001, s. 43-48; K. Chan, D. Ikenberry, I. Lee, *Economic Sources of Gain in Stock Repurchases*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 39, No. 3, September 2004, s. 461-479.

nego zadłużenia przedsiębiorstwa². Odkupienie akcji własnych (*buy-back*) jest przeto instrumentem zarządzania kapitałem własnym przedsiębiorstwa umożliwiającym kształtowanie struktury kapitału spółki³, wpływającym na zdolność przedsiębiorstwa do zaciągania i obsługi długu oraz jego wypłacalność i wartość dla akcjonariuszy⁴. Operacje *buy-back*, zmieniając także strukturę właścicielską, umożliwiają sprawniejsze podejmowanie decyzji strategicznych w spółce.

W opracowaniu poddano empirycznej weryfikacji hipotezę badawczą stwierdzającą, iż w okolicach pierwszego ogłoszenia o planowanym wykupie akcji własnych oczekuje się występowania dodatnich ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Hipoteza ta jest rezultatem formułowanych poglądów o efektywności rynku w formie półmocnej⁵, teorii sygnalizacji⁶ oraz teorii hierarchii źródeł finansowania⁷.

W celu weryfikacji postawionej hipotezy badawczej poddano empirycznej weryfikacji przemysłowe spółki akcyjne notowane na warszawskim parkiecie, które w latach 2006-2010 co najmniej raz przeprowadziły odkupienie własnych walorów.

Zasadniczym sposobem empirycznej weryfikacji postawionej hipotezy badawczej jest analiza raportów bieżących spółek giełdowych nabywających akcje własne oraz ich raportów okresowych publikowanych na stronach internetowych. Dane finansowe spółek zaczerpnięto z bazy *Notoria Serwis S.A.* oraz *GPWInfoStrefa*. Ponadto, oparto się także na *Rocznikach Giełdowych* i *Biuletynach Statystycznych*. W opracowaniu posłużono się także analizą zdarzeń z wykorzystaniem modelu rynkowego Sharpe'a, jak również statystykami opisowymi nadzwyczajnych stóp zwrotu.

2. Przegląd wyników badań empirycznych nad reakcją rynku kapitałowego na ogłoszenie decyzji o wykupie akcji własnych

Problematyka niedowartościowania akcji spółek oraz stosowania odkupienia akcji własnych jako potencjalnego mechanizmu sygnalizacyjnego spotyka się obecnie z szerokim zainteresowaniem w środowisku inwestorów giełdowych, jak i teoretyków zarządzania. Większość badań przeprowadzonych na rynkach zachodnich wykazuje, iż już samo ogło-

² A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz, *Value Based Management. Konceptcje, narzędzia, przykłady*, Poltext, Warszawa 2008, 441-442.

³ U. Malinowska, *Operacje buy-back w warunkach polskich*, [w:] J. Duraj (red.) *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock-Pekin-Lódź 2004.

⁴ G.D. Gay, J.R. Kale, T.H. Noe, *Share Repurchase Mechanisms: A Comparative Analysis of Efficacy, Shareholder Wealth, and Corporate Control Effects*, *Financial Management*, Spring 1991, s. 44-97, R.J. Fairchild, *When Do Share Repurchases Increase Shareholder Wealth?*, *Journal of Applied Finance*, Spring/Summer 2006, s. 31-36.

⁵ Zob. J. Gajdka, R. Wolski, *Efektywność rynku kapitałowego*, [w:] J. Duraj (red.) *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, OMEGA-PRAKSIS, Łódź-Spała 1999, s. 51-66, A. Szyszka, *Efektywność Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie na tle rynków dojrzałych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2003, J. Czekaj, M. Woś, J. Żarnowski, *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce*, WN PWN, Warszawa 2001.

⁶ Zob. M. Jerzemowska, *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, WN PWN, Warszawa 1999, s. 118-129, J. Gajdka, *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 248-258.

⁷ Zob. A. Dulinić, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, WN PWN, Warszawa 1998, s. 33-34.

szenie decyzji o przeprowadzeniu wykupu akcji może stanowić silny sygnał dla rynku kapitałowego i skutkować statystycznie istotnym wzrostem cen rynkowych akcji, niezależnie od tego czy spółka rzeczywiście przeprowadzi w przyszłości skup akcji, czy też zrezygnuje z jego dokonania.

Dotądnie skumulowane ponadprzeciętne stopy zwrotu z akcji na rynku amerykańskim zaobserwowali m.in.: D. Ikenberry, J. Lakonishok i T. Vermaelen⁸ ($CAR_{2,2} = 3,54\%$); T. Vermaelen⁹ ($CAR_{1,1} = 3,62\%$), G. Grullon, R. Michaely¹⁰ ($CAR_{1,1} = 2,81\%$), J. Wang, L.D. Johnson ($CAR_{5,5} = 2,76\%$)¹¹, K. Chan, D. Ikenberry, I. Lee, Y. Wang¹² ($CAR_{2,2} = 1,76\%$), R. Comment, G. Jarrell¹³ ($CAR_{1,1} = 2,30\%$) oraz J.W. McNally¹⁴ ($CAR_{2,2} = 0,47\%$).

Również na giełdach europejskich obserwowano pozytywną reakcję rynku kapitałowego na pierwszą informację o wykupie akcji własnych. Na rynku niemieckim badania przeprowadzili: U. Seifert i R. Stehle¹⁵ ($CAR_{1,1} = 5,88\%$), W. Bessler, M. Seim¹⁶ ($CAR_{1,1} = 3,84\%$) czy A. Hackethal i A. Zdantchouk¹⁷ ($CAR_{1,1} = 2,53\%$).

Ogłoszenie decyzji o wykupie akcji własnych wpłynęło również na zwiększenie skumulowanej ponadprzeciętnej stopy zwrotu w innych krajach europejskich. Zaznaczyć jednakże należy, iż reakcja rynku kapitałowego była dużo słabsza niż na rynku amerykańskim, czy niemieckim. Jak wykazały badania C. Padgetta i Z. Wang¹⁸, średnia skumulowana ponadprzeciętna stopa zwrotu wyniosła na rynku brytyjskim – w przypadku pięciodniowego okna zdarzenia – 1,13%. W Finlandii¹⁹ była ona jeszcze niższa i ukształtowała się na poziomie 0,7% a we Francji wyniosła jedynie 0,55%²⁰.

⁸ D. Ikenberry, J. Lakonishok, T. Vermaelen, *Market Underreaction to Open Market Share Repurchases*, *Journal of Financial Economics*, 1995, nr 39, s. 181-208.

⁹ T. Vermaelen, *Common Stock Repurchases and Market Signalling: An Empirical Study*, *Journal of Financial Economics*, 1981, nr 9, s. 139-183.

¹⁰ G. Grullon, R. Michaely, *Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis*, *The Journal of Finance*, Vol. 57, no. 4, August 2002, s. 1649.

¹¹ J. Wang, L.D. Johnson, *Information Asymmetry, Signaling and Share Repurchase*, *School of Business*, 2008, s. 1-48.

¹² K. Chan, D. Ikenberry, I. Lee, Y. Wang, *Share Repurchase as a Tool to Misdlead Investors: Evidence from Earnings Quality and Stock Performance*, *Working Paper 2005*, 1-42.

¹³ R. Comment, G. Jarrell, *The relative Signaling Power of Dutch action and Fixed Price tender Offers and Open Market Share Repurchases*, *Journal of Finance* 1991, nr 46, s. 1243-1271.

¹⁴ W.J. McNally, *Open Market Stock Repurchase Signaling*, *Financial Management*, 1999, nr 28, s. 61-74.

¹⁵ U. Seifert i R. Stehle, *Stock Performance around Repurchase Announcement in Germany*, *Draft*, September 2003, s. 1-28.

¹⁶ W. Bessler, M. Seim, *Motives and Valuation Effects of Share Repurchase Announcements in Germany*, *Center for Finance and Banking*, 2008, s.1-40.

¹⁷ A. Hackethal i A. Zdantchouk, *Signaling Power of Open Market Share Repurchase in Germany*, *Working Paper 2003*, s.1-28.

¹⁸ C. Padgett, Z. Wang, *Short-term Returns of UK Share Buyback Activity*, *ICMA*, 2007, s. 1-30.

¹⁹ H. Kivi, *Share Repurchase Practises in Finland*, *Working Paper, Lappeenranta* 2006, s.1-87.

²⁰ E. Ginglinger, J.F. L'Her, *Ownership Structure and Open Market Stock Repurchases in France*, *Working Paper 2002*, s. 1-25.

Reakcja rynku kapitałowego na ogłoszenie decyzji o wykupie akcji własnych była również przedmiotem badań wśród spółek notowanych na warszawskim parkiecie. Wskazać jednakże należy, że były to tylko nieliczne opracowania. Jedne z pierwszych badań określających wpływ ogłoszenia decyzji o wykupie własnych walorów na wartość rynkową spółki zaprezentował S. Gryglewicz²¹. Objęły one lata 1997-2000 i były przeprowadzone na próbie 36 przedsiębiorstw, które nabyły własne walory w drodze operacji otwartego rynku. Analiza ta wykazała, iż istnieje silna pozytywna korelacja między obydwoma zdarzeniami a skumulowana ponadprzeciętna stopa zwrotu wyniosła 6,23%.

Również H. Gurgul²² podjął się próby określenia wpływu informacji o zamiarze przeprowadzenia odkupienia na cenę rynkową akcji. Autor ten przeprowadził badania na próbie 20 spółek, które w latach 2000-2004 ogłosiły, iż w niedalekiej przyszłości wykupią własne walory. W dniu pierwszej informacji o zamiarze dokonania operacji buy-back średnia ponadprzeciętna stopa zwrotu była ujemna i ukształtowała się na poziomie 0,82%, natomiast w dniu kolejnym znacząco wzrosła do 1,3%. To jednodniowe opóźnienie reakcji rynku kapitałowego wynikać może z niedoskonałego przepływu informacji rynkowej i wejścia przez inwestorów w jej posiadanie z pewnym opóźnieniem.

Również R. Tuzimek i B. Krzesiak²³ zajęli się problematyką teorii sygnalizacji w kontekście niedowartościowania akcji własnych. Analizie poddali 57 spółek, gdzie kryterium podziału grupy badawczej stanowiła liczba odkupowanych akcji. Wnioski z badań tych autorów pozwalają na stwierdzenie, że zapowiedź skupu akcji własnych znacząco oddziałuje na kurs rynkowy akcji. W dniu ogłoszenia decyzji o wykupie średnia AR wyniosła 0,67% i wzrosła w kolejnym roku analizy do 1,13%, co zdaje się potwierdzać tezę H. Gurgula o występowaniu pewnego opóźnienia w przepływie informacji rynkowej. Badania dostarczyły także ciekawych wniosków dotyczących kształtowania się cen akcji w kontekście ilości skupowanych akcji. Najliczniejsza grupa odkupień (którą stanowiły nabycia 5-10% kapitału własnego) wywołała bardzo silną reakcję kursów giełdowych w dniu „0”. Średnia ponadprzeciętna stopa zwrotu w tym dniu wyniosła 1,53%.

3. Metodyka badań nad wpływem pierwszej informacji o odkupieniu własnych walorów na cenę rynkową akcji

W literaturze przedmiotu spotkać można wiele propozycji obliczania ponadprzeciętnych stóp zwrotu z akcji na potrzeby studium wydarzeń²⁴. Jednakże najczęściej stosowaną metodą obliczania anormalnych stóp zwrotu – wykorzystaną również w tym opracowaniu – jest w przypadku krótkiego okresu obserwacji model rynkowy F. Sharpe'a²⁵, który zakłada,

²¹ S. Gryglewicz, *Stocks Repurchase as a Alternative to Dividend Payout: Empirical Evidence from Warsaw Stock Exchange, Centre for Analytical Finance, Working Paper 2004, nr 169, s. 1-27.*

²² H. Gurgul, *Analiza zdarzeń na rynkach akcji, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 141-163.*

²³ R. Tuzimek, B. Krzesiak, *Wpływ operacji wykupu akcji własnych na wartość spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, [w:] Finanse 2009 - Teoria i praktyka. Rynki Finansowe i ubezpieczenia, pod red. W. Tacyński, D. Zarzecki, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 550, s. 70-81.*

²⁴ N. Strong, *Modeling Abnormal Returns; A Review Article, Journal of Business Finance and Accounting, vol. 19, issue 1, 1992, s. 533-553; J.Y. Cambell, A.W. Lo, A.C. MacKinley, The Econometrics of Financial Markets, Princeton University Press, 1997, s. 149-179.*

²⁵ F. Sharpe, *A Simplified Model for Portfolio Analysis, Management Science, 1963, vol. 9, no. 2, s. 277-293.*

iż stopy zwrotu z waloru j są generowane w procesie, który można opisać następującym równaniem:

$$\tilde{R}_{jt} = \alpha_j + \beta_j \tilde{R}_{mt} + \tilde{u}_{jt}$$

gdzie:

\tilde{u}_{jt} – nieskorelowany element resztowy o wartości oczekiwanej 0;

α_j, β_j – parametry modelu;

\tilde{R}_{jt} – stopa zwrotu z waloru j w dniu t przyjętego okresu estymacji;

\tilde{R}_{mt} – stopa zwrotu z portfela rynkowego w dniu t przyjętego okresu estymacji.

Powyższe równanie dzieli zatem stopę zwrotu z waloru j na komponent systemowy (liniowo zależy od zwrotu z portfela rynkowego) oraz składnik niesystemowy (niezależny od zachowania się rynku jako całości). Przyjmuje się, że efekt zdarzenia specyficznego będzie całkowicie ujęty w składniku niesystemowym, a sygnał informacyjny dotyczący tego wydarzenia pozostaje bez wpływu na stopę zwrotu z portfela rynkowego. Ponadprzeciętne stopy zwrotu w okresie około ogłoszeniowym obliczane są zatem z wykorzystaniem formuły:

$$u_{jt} = AR_{jt}$$

$$AR_{jt} = R_{jt} - E[R_{jt}]$$

$$E[R_{jt}] = (\hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{mt})$$

gdzie:

AR_{jt} – anormalna stopa zwrotu z waloru j w dniu t ;

R_{jt} – stopa zwrotu z waloru j w dniu t ;

$E[R_{jt}]$ – wartość oczekiwana;

$\hat{\alpha}_j, \hat{\beta}_j$ – oszacowane parametry modelu;

R_{mt} – stopa zwrotu z portfela rynkowego w dniu t .

Do oceny reakcji rynku kapitałowego na informację o wykupie akcji własnych można wykorzystać także skumulowaną nadzwyczajną stopę zwrotu wyrażoną wzorem²⁶:

$$CAR_t = \sum_{t=1}^T \left(\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{jt} \right) = \sum_{t=1}^T AR_t$$

gdzie:

CAR_t – skumulowaną nadzwyczajną stopę zwrotu;

AR_t – średnia nadzwyczajna stopa zwrotu w dniu t ;

N – liczba obserwacji.

²⁶ Por. E.F. Fama, L. Fisher, M.C. Jensen, R. Roll, *The Adjustment of Stock Prices to New Information*, *International Economic Review* 10, s. 1-21.

4. Wpływ ogłoszenia decyzji o wykupie akcji własnych na wartość rynkową przedsiębiorstw notowanych na GPW w Warszawie

Badanie dotyczy zdarzeń pojawienia się pierwszej informacji o nabyciu akcji własnych wśród spółek przemysłowych notowanych na warszawskim parkiecie. Wybrany okres analizy zamyka się w latach 2006-2010. W czasie tego pięcioletniego przedziału czasowego w wybranej grupie badawczej miało łącznie miejsce kilkadziesiąt zapowiedzi odkupienia własnych walorów. Część zdarzeń należało jednakże usunąć z próby w związku z brakiem informacji niezbędnych do poprawnego przeprowadzenia analizy. Były to w przeważającej mierze przypadki niedawnego debiutu giełdowego oraz nakładania się zdarzeń rynkowych. Ostatecznie do próby badawczej zakwalifikowano 29 zapowiedzi wykupu akcji własnych.

Ocena reakcji rynku kapitałowego na ogłoszenie nabycia akcji własnych została przeprowadzona w okresie krótkim, gdzie symetryczne względem dnia „0” okno zdarzenia ustalono na 41 dni, a przedział estymacyjny na 130 sesji giełdowych, czyli na około pół roku kalendarzowego.

Wartości anormalnych stóp zwrotu w kolejnych dniach okna zdarzenia przedstawiono w tabeli 1.

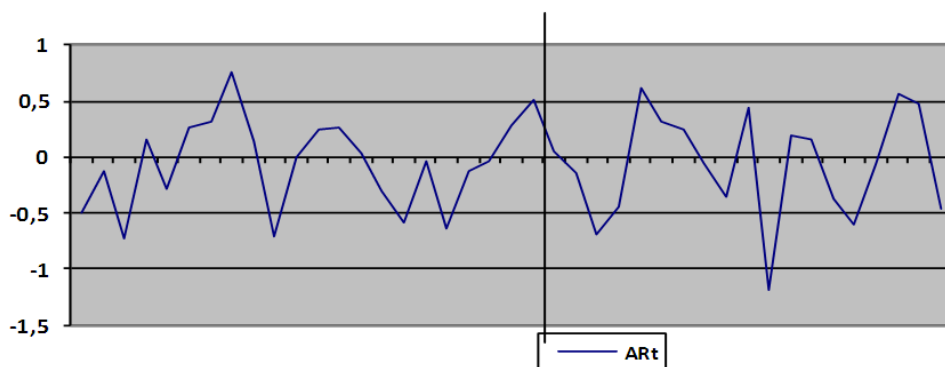
Tabela 1. Ponadprzeciętne stopy zwrotu z akcji (AR_t) według modelu rynkowego F. Sharpe'a [%]

t	AR_t	t	AR_t	t	AR_t
-20	-0,50	-6	-0,31	8	0,24
-19	-0,12	-5	-0,58	9	-0,05
-18	-0,72	-4	-0,04	10	-0,35
-17	0,16	-3	-0,64	11	0,45
-16	-0,28	-2	-0,13	12	-1,19
-15	0,27	-1	-0,03	13	0,20
-14	0,31	0	0,28	14	0,16
-13	0,76	1	0,51	15	-0,38
-12	0,14	2	0,05	16	-0,61
-11	-0,70	3	-0,14	17	-0,05
-10	0,00	4	-0,69	18	0,57
-9	0,25	5	-0,44	19	0,48
-8	0,27	6	0,62	20	-0,46
-7	0,03	7	0,31		

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych GPWInfostrafa.

Anormalna stopa zwrotu z akcji wyniosła w dniu ogłoszenia informacji o planowanym wykupie własnych walorów 0,28%, co świadczy o pozytywnej reakcji rynku kapitałowego na to zdarzenie i zdaje się potwierdzać hipotezę sygnalizacji stanowiącą, iż wykupy akcji własnych mogą być wykorzystywane jako instrument przesłania na rynek informacji o wycenie akcji poniżej ich wartości wewnętrznej. Warto zauważyć, iż – podobnie jak w przypadku innych badań nad reakcją ceny rynkowej akcji na wykup tych walorów – w dniu następującym po dniu „0” ponadprzeciętna stopa zwrotu znacząco wzrosła osiągając poziom 0,51%. Również w drugim dniu po ogłoszeniu decyzji o wykupie AR_t była dodatnia, jednakże jej wartość wyniosła jedynie 0,05%.

Kształtowanie się ponadprzeciętnych stóp zwrotu w okresie od $t = -20$ do $t = 20$ przedstawiono na wykresie 1, na którym zaobserwować można fluktuacje AR_t oraz jej wzrost w okolicach pierwszego ogłoszenia decyzji o wykupie akcji własnych.



Wykres 1. Ponadprzeciętne stopy zwrotu (AR_t) dla przedsiębiorstw sektora przemysłu [%]

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych GPWInfostrefa.

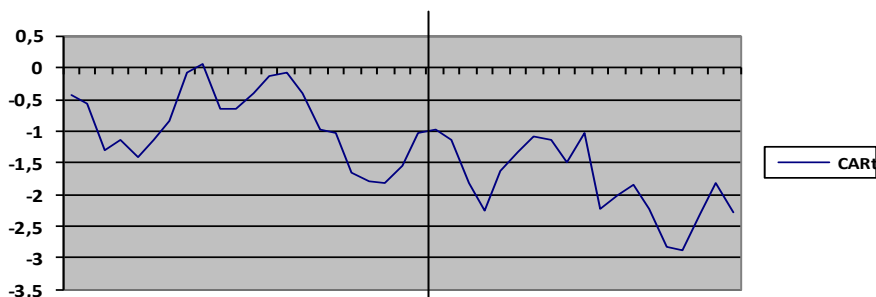
Statystyki opisowe nadzwyczajnych stóp zwrotu dla okna obserwacji (-2; +2) przedstawione w tabeli 2 wskazują, iż największy rozstęp nadzwyczajnych stóp zwrotu wystąpił w dniu ogłoszenia decyzji o wykupie akcji własnych (i wyniósł 16,80), a najmniejszy jego wartości zaobserwowano na dzień poprzedzający dzień „0” (10,23). Zarówno w dniu pojawienia się pierwszej informacji o nabyciu, jak i w dwóch kolejnych dniach średnie nadzwyczajne stopy zwrotu cechowały się wartościami dodatnimi (odpowiednio 0,28; 0,51 oraz 0,05). Największe odchylenie standardowe zaobserwowano w pierwszym dniu po ogłoszeniu programu nabycia akcji własnych (3,06), a najmniejsze na dzień przed pojawieniem się tej informacji (1,89). Ponadto, najwięcej dodatnich stóp zwrotu miało miejsce w dniu „0” oraz w dniu „t+1” i „t+2” (po 16 przypadków, co stanowiło 55% badanej zbiorowości).

Tabela 2. Statystyki opisowe nadzwyczajnych stóp zwrotu dla okna obserwacji (-2; +2)

t	Minimum	Maksimum	Średnia	Rozstęp	Odchylenie	Liczba „+”
-2	-7,45	3,38	-0,13	10,83	2,11	14
-1	-5,23	5,00	-0,03	10,23	1,89	13
0	-4,32	12,48	0,28	16,80	2,97	16
1	-7,15	8,82	0,51	15,97	3,06	16
2	-3,96	6,59	0,05	10,55	1,96	16

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych GPWInfostrefa.

Analizując skumulowane wartości ponadprzeciętnych stóp zwrotu dzień do dnia zauważyć należy, iż jedynie w przedziale czasowym (-20, -12) były one dodatnie, a ich wartość wyniosła 0,06%. W interwale obejmującym dzień ogłoszenia informacji o wykupie, tj. (-20, 0) CAR była ujemna i ukształtowała się na poziomie -1,54% (zob. wykres 2).

**Wykres 2.** Skumulowane ponadprzeciętne stopy zwrotu (CAR) dla sektora przemysłu [%]

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych GPWInfostrefa.

Zaznaczyć należy, iż mimo że dla całego czterdziestodniowego okna zdarzenia wartość skumulowanej ponadprzeciętnej stopy zwrotu była ujemna i wyniosła -2,28%, to w okolicach pierwszej informacji o wykupie własnych walorów CAR była większa od zera. Najwyższą wartość CAR zaobserwowano dla siedmiodniowego okresu analizy, tzn. dla t z przedziału (-3; +3) i ukształtowała się ona w wysokości 9,33%. Ponadto, dodatnie skumulowane ponadprzeciętne stopy zwrotu uzyskano również dla interwału pięcio i dziewięciodniowego, odpowiednio 0,68% oraz 8,54%. Z kolei w oknie zdarzenia dla t należącego do przedziału (0; +2) CAR = 0,83% (zob. tabela 3).

Tabela 3. Skumulowana nadzwyczajna stopa zwrotu dla wybranych przedziałów czasowych [%]

Okres zdarzenia	Skumulowana ponadprzeciętna stopa zwrotu
(-20; +20)	-2,28
(0; +2)	0,83
(-2; +2)	0,68
(-3; +3)	9,33
(-4; +4)	8,54
(-5; +5)	-1, 86

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych *GPWInfostrefa*.

Warto także zauważyć, że dla każdego dłuższego – niż wskazane dziewięć dni – okresu analizy skumulowana ponadprzeciętna stopa zwrotu była ujemna.

5. Podsumowanie

Wyniki przeprowadzonej analizy reakcji rynku kapitałowego w latach 2006-2010 na informację o zamiarze odkupienia akcji własnych - choć nie mogą być reprezentatywne, gdyż dotyczą zaledwie niewielkiej grupy przedsiębiorstw przemysłowych – dowodzą jednak, iż rynek reaguje pozytywnie na informację o planowanym nabyciu własnych walorów.

Nadzwyczajna stopa zwrotu z akcji oraz skumulowana ponadprzeciętna stopa zwrotu liczone przy wykorzystaniu modelu rynkowego są w okolicach zawiadomienia o wykupie dodatnie, co świadczy o odebraniu przez inwestorów tego sygnału jako informacji o wycenie akcji przedsiębiorstwa poniżej ich wartości wewnętrznej.

6. Literatura

- [1] Badrinath S.G., Varaiya N.P, Ferling R.L., *Share Repurchase: To Buy or Not to Buy*, Financial Executive, May 2001. Bessler W., Seim M., *Motives and Valuation Effects of Share Repurchase Announcements in Germany*, Center for Finance and Banking, 2008.
- [2] Chan K., Ikenberry D., Lee I., *Economic Sources of Gain in Stock Repurchases*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 39, No. 3, September 2004.
- [3] Chan K., Ikenberry D., Lee I., Wang Y., *Share Repurchase as a Tool to Mislead Investors: Evidence from Earnings Quality and Stock Performance*, Working Paper 2005.
- [4] Comment R., Jarrell G., *The relative Signaling Power of Dutch action and Fixed Price tender Offers and Open Market Share Repurchases*, Journal of Finance 1991, nr 46, s. 1243-1271.
- [5] Czekaj J., Woś M., Żarnowski J., *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce*, WN PWN, Warszawa 2001.
- [6] Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, WN PWN, Warszawa 1998.

- [7] Fairchild R.J., *When Do Share Repurchases Increase Shareholder Wealth?*, Journal of Applied Finance, Spring/Summer 2006.
- [8] Fama, E.F. Fisher L., Jensen M.C., Roll R., *The Adjustment of Stock Prices to New Information*, International Economic Review 10.
- [9] Gajdka, J., Wolski R., *Efektywność rynku kapitałowego*, [w:] J. Duraj (red.) *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, OMEGA-PRAKSIS, Łódź-Spała 1999.
- [10] Gay G.D., Kale J.R., Noe T.H., *Share Repurchase Mechanisms: A Comparative Analysis of Efficacy, Shareholder Wealth, and Corporate Control Effects*, Financial Management, Spring 1991.
- [11] Ginglinger E., L'Her J.F., *Ownership Structure and Open Market Stock Repurchases in France*, Working Paper 2002.
- [12] Grullon G., Michaely R., *Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis*, The Journal of Finance, Vol. 57, no. 4, August 2002.
- [13] Gryglewicz S., *Stocks Repurchase as a Alternative to Dividend Payout: Empirical Evidence from Warsaw Stock Exchange*, Centre for Analytical Finance, Working Paper 2004, nr 169.
- [14] Gurgul H., *Analiza zdarzeń na rynkach akcji*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
- [15] Hackethal A. i Zdantchouk A., *Signaling Power of Open Market Share Repurchase in Germany*, Working Paper 2003.
- [16] Ikenberry D., Lakonishok J., Vermaelen T., *Market Underreaction to Open Market Share Repurchases*, Journal of Financial Economics, 1995, nr 39.
- [17] Jerzemowska M., *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, WN PWN, Warszawa 1999, s. 118-129, Gajdka J., *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- [18] Kivi H., *Share Repurchase Practises in Finland*, Working Paper, Lappeenranta 2006.
- [19] Malinowska U., *Operacje buy-back w warunkach polskich*, [w:] J. Duraj (red.) *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock-Pekin-Łódź 2004.
- [20] McNally W.J., *Open Market Stock Repurchase Signaling*, Financial Management, 1999, nr 28.
- [21] Padgett C., Wang Z., *Short-term Returns of UK Share Buyback Activity*, ICMA, 2007, s. 1-30.
- [22] Seifert U. i Stehle R., *Stock Performance around Repurchase Announcement in Germany*, Draft, September 2003, s. 1-28.
- [23] Sharpe F., *A Simplified Model for Portfolio Analysis*, Management Science, 1963, vol. 9, no. 2.
- [24] Strong N., *Modeling Abnormal Returns; A Review Article*, Journal of Business Finance and Accounting, vol. 19, issue 1, 1992, s. 533-553; J.Y. Cambell, A.W. Lo, A.C. MacKinley, *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press, 1997.
- [25] Szablewski A., Pniewski K., Bartoszewicz B., *Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykłady*, Poltext, Warszawa 2008.
- [26] Szyszka A., *Efektywność Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie na tle rynków dojrzałych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2003.
- [27] Tuzimek R., Krzesiak B., *Wpływ operacji wykupu akcji własnych na wartość spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, [w:] *Finanse 2009 -*

Teoria i praktyka. Rynki Finansowe i ubezpieczenia, pod red. W. Taczyński, D. Zarzecki, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 550.

- [28] Vermaelen T., *Common Stock Repurchases and Market Signalling: An Empirical Study*, Journal of Financial Economics, 1981, nr 9.
- [29] Wang J., Johnson L.D., *Information Asymmetry, Signaling and Share Repurchase*, School of Business, 2008.

Streszczenie

Zasadniczym celem artykułu jest zaprezentowanie wyników wstępnych badań empirycznych nad reakcją rynku kapitałowego na pierwszą informację o zamiarze wykupu akcji własnych spółek publicznych notowanych na GPW w Warszawie.

Opracowanie składa się z dwóch głównych części. W części teoretycznej przedstawiony został sposób wyliczania nadzwyczajnej i skumulowanej ponadprzeciętnej stopy zwrotu. Z kolei w części praktycznej zwrócono uwagę na tezy stawiane przez innych autorów oraz pokrótce omówiono wyniki ich badań. Ponadto, zaprezentowano również wyniki własnych badań empirycznych nad reakcją rynku na ogłoszenie decyzji o nabyciu akcji własnych.

Słowa kluczowe: nadzwyczajna stopa zwrotu, skumulowana ponadprzeciętna stopa zwrotu, wykupy akcji własnych, model rynkowy.

THE INFLUENCE OF SHARES BUY-BACK ANNOUNCEMENT ON THE MARKET VALUE OF COMPANIES LISTED ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE

Summary

The main goal of this article is to present preliminary results of empirical research on capital market reaction to the first information about the intention to repurchase its own shares in public companies listed on the Warsaw Stock Exchange.

The report consists of two main parts. In the theoretical part is presented the calculation of an emergency, and the cumulative abnormal rates of return. The practical part of the thesis highlights posed by other authors, and briefly discusses the results of their research. In addition, it is also presented the results of their empirical research on market reaction to the announcement of the decision to purchase its own shares.

Keywords: abnormal return, cumulative abnormal return, share repurchases, market model.

Translated by Aleksandra Pieloch

ALEKSANDRA PIELOCH
Uniwersytet Łódzki
e-mail: zpieloch@tlen.pl

