

BARBARA BĘDOWSKA-SÓJKA

ZAWARTOŚĆ INFORMACYJNA NABYWANIA AKCJI WŁASNYCH

I. WPROWADZENIE

Nabywanie akcji własnych albo odkup akcji własnych (ang. *repurchase of shares, buy-back*) to oferta spółki polegająca na wypłacie gotówki tym akcjonariuszom, którzy godzą się na sprzedaż akcji w zamian za ich udziały w spółce¹. Odkup akcji własnych jest postrzegany w literaturze jako pieniężna forma wypłaty zysku i w tym sensie stanowi alternatywę dla dywidendy. Nabyte akcje spółka może umorzyć, co skutkuje zmniejszeniem ilości akcji w kapitale akcyjnym, bądź zatrzymać jako akcje własne.

Obserwuje się, iż na skutek ogłoszenia zamiaru nabywania akcji własnych kursy akcji rosną. Zjawisko to w literaturze przedmiotu tłumaczy się następująco: ogłoszenie odkupu niesie za sobą pewną informację dotyczącą spółki². Wśród przyczyn ogłoszenia zamiaru odkupu wymienia się m.in. zastępowanie dywidend, zmniejszanie kosztów agencyjnych oraz sygnalizowanie informacji. Celem niniejszego artykułu jest zbadanie zachowań cen akcji spółek w okresie ogłaszania nabywania akcji własnych, jak również zweryfikowanie hipotezy, iż przeprowadzenie wypłaty zysku w formie odkupu akcji własnych może posiadać zawartość informacyjną dla akcjonariuszy. Przedmiotem badania są spółki notowane na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie, które w latach 1998–2002 ogłosiły odkup akcji własnych. Badanie dotyczy nabywania akcji zwykłych w formie operacji otwartego rynku i publicznego wezwania do sprzedaży.

Hipotezy stawiane w tej pracy dotyczą dwóch aspektów. Po pierwsze, należy się spodziewać, że podobnie jak na rynkach zagranicznych, ogłoszenie o odkupie wywołuje pozytywną reakcję rynku. Posługując się metodami statystycznymi będzie można określić, czy stopa zwrotu wokół dnia ogłoszenia jest statystycznie istotnie różna od zera dla zbioru wszystkich spółek nabywających akcje własne. Po drugie, dla poszczególnych spółek zostanie zbadane, w jakim stopniu czynniki sugerowane w literaturze teorii sygnału mają wpływ na skumulowaną stopę zwrotu wokół dnia ogłoszenia.

¹ J. F. Weston, K. S. Chung, J. A. Siu., *Takeover, Restructuring and Corporate Governance*, Prentice Hall, Upper Saddle River 1998, s. 371.

² Por. np. w: T. Vermaelen, *Common Stock Repurchases and Market Signalling*, „Journal of Financial Economics” 1081, nr 9, s. 139–183; R. Masulis, *Stock Repurchases by Tender Offer: An Analysis of the Causes of Common Stock Price Changes*, „Journal of Finance” 1980, nr 35, s. 305–319; P. Asquith, D. Mullins, *Signalling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues*, *Financial Management* 15, 1986, s. 27–44.

Odkup akcji może przyjmować trzy zasadnicze formy: operacji otwartego rynku, przetargu oraz odkupu prywatnego. W ramach operacji otwartego rynku spółka dokonuje odkupu akcji na giełdzie po aktualnej cenie rynkowej. Jest to najczęściej stosowana na rynkach forma odkupu akcji. Obecna na polskim rynku formą przetargową jest publiczne wezwania do sprzedaży po stałej cenie (ang. *fixed price tender offer*). W wezwaniu do sprzedaży spółka określa cenę, po jakiej będzie odkupywać akcje na rynku. Cena ta jest wyższa od ceny rynkowej w momencie ogłoszenia odkupu o pewną premię. Odkup przeprowadzany jest w ściśle określonym terminie, zwykle w ciągu kilku tygodni od ogłoszenia. Nabywanie akcji własnych może odbywać się także na zasadzie odkupu prywatnego (dokonywanego w obrocie pozagiełdowym), na podstawie indywidualnych umów pomiędzy stronami. Tego typu odkupy dotyczą pakietów posiadanych przez podmioty zależne. Ze względu na ograniczony dostęp do danych dotyczących tego typu transakcji, zostaną one pominięte w badaniu.

II. HIPOTEZA SYGNAŁU

1. Uwagi wstępne

W literaturze przedmiotu od dawna stawia się pytanie, w jakim celu spółki dokonują wypłat dla akcjonariuszy. W artykule, który wszedł do klasyki finansów przedsiębiorstw, Miller i Modigliani dowiedli, że w warunkach rynku doskonałego, przy określonej polityce finansowej i inwestycyjnej, polityka dywidend nie wpływa na wartość przedsiębiorstwa³. Jeżeli jednak uwzględnić w analizie niedoskonałości rynku w postaci asymetrii informacji, występowanie dywidend może być podyktowane ich zawartością informacyjną. Innymi słowy, możliwe jest, iż spółki poprzez kształtowanie polityki wypłat przekazują informacje dotyczące ich bieżącej sytuacji finansowej i perspektyw rozwoju.

Kwestia zawartości informacyjnej dywidend była wielokrotnie przedmiotem rozważań⁴. Na tej bazie pod koniec lat siedemdziesiątych powstała teoria sygnału (*signalling theory*). Sygnał polega na tym, że osoba (lub grupa osób) posiadająca wiedzę przekazuje informacje dotyczące niemożliwej do zaobserwowania wiedzy za pomocą możliwego do zaobserwowania działania⁵. U podstaw teorii sygnału leży założenie asymetrii informacji – kierownictwo spółki z racji zajmowanej pozycji jest lepiej poinformowane o stanie aktualnym i perspektywach spółki niż inwestorzy. Aby ujawnić informacje dotyczące perspektyw spółki, zarząd może podjąć określone działania, które rynek powinien zinterpretować jako korzystne informacje dotyczące spółki. Skuteczność sygnału mierzy się trudnością jego naśladowania. Oznacza to,

³ M. Miller, F. Modigliani, *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, „Journal of Business” 1961, nr 34, s. 411–433.

⁴ Zob. np. R. Watts R., *The Information Content of Dividends*, „Journal of Business” 1973, nr 46, s. 191–211.

⁵ A. Mas-Colell, M. Whinston, J. Green, *Microeconomic Theory*, Oxford University Press, New York 1995, s. 437.

że wysłanie efektywnego sygnału wiąże się z poniesieniem pewnych kosztów, wynikających z realizacji określonego działania (np. zobowiązanie do dokonywania okresowych wypłat w przypadku dywidendy, bądź spłaty odsetek od zaciągniętego długu). Koszty te określa się mianem kosztów sygnału. Przyjmuje się, że jeżeli spółka jest skłonna ponieść koszty związane z sygnałem, jej działanie można uznać za wiarygodne.

W ostatnich latach obserwuje się proces zastępowania wypłat dywidend odkupami akcji własnych⁶. Rozważania poświęcone sygnalizowaniu poprzez wypłaty dywidend rozszerzono również na odkupy akcji własnych. Implikacje płynące z teorii sygnału dla nabywania akcji własnych są następujące: spółki odkupujące akcje własne powinny, średnio rzecz biorąc, wykazywać wzrost w przyszłych zyskach i przepływach pieniężnych. Kierownictwo spodziewając się wzrostu zysków w przyszłości jest skłonne dokonywać wypłat dla akcjonariuszy, wie bowiem, że ewentualne potrzeby finansowe w przyszłości będą mogły być zaspokojone z wypracowanych zysków. Spółki, w których przewiduje się spadek zysków, nie będą skłonne dokonywać wypłat dla akcjonariuszy, gdyż istnieje ryzyko utraty płynności finansowej w przyszłości bądź konieczności rezygnacji z realizowania projektów inwestycyjnych. Przyjmuje się, że poprzez nabywanie akcji własnych spółki mogą sygnalizować trzy informacje: oczekiwania dotyczące przyszłych zysków, aktualne niedoszacowanie oraz obniżenie ryzyka spółki.

W literaturze prezentuje się pogląd, iż siła sygnału jest uzależniona od zastosowanego mechanizmu nabywania akcji własnych⁷. Mimo iż operacje otwartego rynku są dominującą formą odkupów (stanowią ok. 90% transakcji), pierwsze modele sygnalizowania dotyczyły odkupów w formie publicznego wezwania do sprzedaży. Dopiero w późniejszym okresie utworzono modele opisujące wysłanie sygnału poprzez operacje otwartego rynku. Poniżej zostanie przedstawiony mechanizm sygnalizowania dla obu typów transakcji odkupu.

2. Nabywanie akcji własnych na drodze przetargu

Istnieje szereg modeli sygnalizowania poprzez odkupy w formie przetargu⁸. Na ich podstawie można określić czynniki wpływające na efektywność sygnału. W przypadku publicznych wezwań do sprzedaży siła sygnału jest określona przez trzy czynniki: wysokość oferowanej premii, ułamek akcji przeznaczonych do nabycia oraz udział kierownictwa w kapitale akcyjnym spółki.

Premia stanowi koszt wysłania sygnału, a jej ustalenie jest kluczowym elementem odkupów akcji. Powinna ona odzwierciedlać niedoszacowanie akcji, czyli różnicę pomiędzy jej wartością wewnętrzną a ceną rynkową. Jeżeli premia zostanie ustalona na zbyt niskim poziomie, akcjonariusze nie

⁶ G. Grullon, D. Ikenberry, *What Do We Know About Stock Repurchases*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2000, nr 13, s. 31–51.

⁷ Ibidem.

⁸ Zob. np.: T. Vermaelen, op.cit., s.139–183; G. Constantinides, B. Grundy, *Optimal Investment with Stock Repurchase and Financing as Signals*, „Review of Financial Studies” 1989, nr 2, s. 445–466.

będą skłonni pozbywać się swoich akcji i wezwanie nie powiedzie się. Natomiast jeżeli premia jest zbyt wysoka, spółka będzie musiała zapłacić za akcje więcej, niż są warte. Ustalenie premii na zbyt wysokim poziomie może mieć miejsce w sytuacji, gdy kierownictwo nie posiada żadnych informacji poufnych, które miałyby wpływ na zwiększenie w przyszłości wartości spółki, a poprzez wysłanie fałszywego sygnału chce wykorzystać efekt wzrostu notowań, powstały na skutek ogłoszenia przetargu. Ponadto zawyżenie wartości premii oznacza, że akcjonariusze pozostający w spółce poniosą stratę kosztem tych, którzy ze spółki wychodzą w trakcie trwania oferty.

Siła sygnału uzależniona jest również od ułamka akcji przeznaczonych do nabycia. Im większa pula akcji ma podlegać odkupowi, tym silniejszy jest sygnał. W sytuacji, gdy spółka chce przesłać informację o niedoszacowaniu akcji, odkup akcji ma charakter decyzji inwestycyjnej. Im więcej aktywów o zaniżonej wartości spółka nabędzie, tym wyższy zysk powstały w efekcie wzrostu wartości akcji.

Wreszcie, na siłę sygnału wpływa udział kierownictwa w kapitale akcyjnym spółki. Często praktyką w wezwaniach do sprzedaży jest zakaz sprzedawania akcji przez członków kierownictwa, bądź dobrowolne deklaracje członków kierownictwa o niedokonywaniu takich transakcji w okresie trwania oferty. Z punktu widzenia inwestorów najbardziej przekonujące są te decyzje, w których kierownictwo ponosi największą część ryzyka. W tym przypadku, o ile menedżerowie nie sprzedają własnych udziałów, ponoszą oni – w równym stopniu, jak pozostający w spółce akcjonariusze – ryzyko ustalenia zbyt wysokiej premii. Udział w owym ryzyku jest wprost proporcjonalny do wielkości udziałów kierownictwa w kapitale akcyjnym. Jeżeli ogłoszony odkup jest sygnałem fałszywym, kierownictwo ryzykuje spadek kursu akcji. Koszty takiej decyzji obciążają wszystkich akcjonariuszy pozostających w spółce proporcjonalnie do wysokości posiadanych udziałów. Kierownictwo może wzmocnić sygnał nabywając akcje spółki przed ogłoszeniem oferty.

Pierwsze badania przeprowadzone w latach osiemdziesiątych na rynku amerykańskim dotyczyły wyłącznie odkupów w formie publicznego wezwania do sprzedaży i potwierdziły hipotezę sygnału. Dann wskazał na hipotezę zawartości informacyjnej jako główną przyczynę wzrostu wartości akcji w okresie ogłoszenia, nie określając jednak przyczyn wyboru tej stosunkowo kosztownej formy przekazywania informacji, jak również nie definiując typu przekazywanych informacji⁹. Vermaelen stwierdził występowanie dodatnich stóp zwrotu w okresie ogłoszenia nabywania akcji własnych i wykazał, że są one dodatnio skorelowane z wielkością oferowanej premii, ułamkiem akcji będącym w rękach kierownictwa i ułamkiem akcji przeznaczonych do nabycia¹⁰.

⁹ L. Dann, *Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders*, „Journal of Financial Economics” 1981, nr 9, s. 113–138.

¹⁰ T. Vermaelen, *Repurchase Tender Offers, Signalling and Managerial Incentives*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1984, nr 19, s. 163–181.

Dann, Masulis i Myers wykazali statystycznie istotną relację pomiędzy nabywaniem akcji własnych a wzrostem przyszłych zysków¹¹. W rezultacie nabywania akcji własnych poprawie ulegają prognozy dotyczące zysków spółek nabywających akcje własne, a jednocześnie spada ryzyko systematyczne.

3. Nabywanie akcji własnych w formie operacji otwartego rynku

Badania zawartości informacyjnej operacji otwartego rynku początkowo koncentrowały się wyłącznie na określaniu reakcji kursu na ogłoszenie informacji o odkupie akcji. Wzrost kursu akcji traktowano jako dowód na to, że spółka podejmuje decyzję o nabywaniu akcji własnych, aby przekazać istotne informacje dotyczące swoich perspektyw. W kolejnym etapie wskazywano na pewne czynniki, które mogą sprzyjać przesyłaniu informacji i badano ich korelacje z anormalną stopą zwrotu w okresie ogłoszenia odkupu akcji. Ostatecznie pierwszy model formalny opisujący operacje otwartego rynku opublikowano dopiero w 1999 r.

Operacje otwartego rynku mają, jak niejednokrotnie sugeruje się w literaturze, mniejszy potencjał sygnalizowania. Na ten stan rzeczy składa się kilka cech charakterystycznych tej formy odkupu. Spółka ogłasza program odkupu akcji, określając w nim ilość docelową oraz czas trwania programu. Następnie kupuje akcje po cenie rynkowej w wybranych momentach, najczęściej w okresach spadku notowań. Ogłoszenie nabywania akcji nie wiąże się z koniecznością realizacji tych programów. Częstokroć spółki, które ogłaszają zamiar odkupu, nie podejmują ich realizacji, bądź wykonują je tylko częściowo. Stawia się tezę, że brak obligatoryjności wykonania odkupu obniża siłę sygnału wysyłanego przez spółki.

Comment i Jarrell określili w sposób opisowy czynniki, które mają wpływ na siłę sygnału w przypadku operacji otwartego rynku¹². Należą do nich: ułamek nabywanych akcji, jak również stopa zwrotu z akcji w okresie poprzedzającym ogłoszenie. Ułamek nabywanych akcji należy tłumaczyć podobnie, jak w przypadku wezwań do sprzedaży. Natomiast jeżeli niedoszacowanie akcji jest przyczyną wysyłania sygnału, należałoby się spodziewać, że spółki przed ogłoszeniem zamiaru nabywania akcji własnych będą miały ujemne stopy zwrotu. Przeprowadzone badanie wykazało, że ułamek nabywanych akcji jest statystycznie istotny dla siły sygnału mierzonej anormalną stopą zwrotu.

Z kolei Ikenberry i Vermaelen zauważyli, że wykonywanie ogłoszonych programów jest dowolne, co pozwala traktować ogłoszenie jako opcję na zakup niedoszacowanych akcji. Opcją tą dysponują poinformowani akcjonariusze¹³. Obserwowana anormalna stopa zwrotu jest traktowana jako wartość opcji. Dwie spośród implikacji ich modelu można zaadoptować do badania

¹¹ L. Dann, R. Masulis, D. Myers, *Repurchase Tender Offers and Earnings Information*, „Journal of Accounting and Economics” 1991, nr 14, s. 217–251.

¹² R. Comment, G. Jarrell, *The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open Market Share Repurchases*, „Journal of Finance” 1991, nr 46, s. 1243–1271.

¹³ D. Ikenberry, T. Vermaelen, *The Option to Repurchase Stock*, „Financial Management” 1996, nr 25, s. 9–24.

zawartości informacyjnej odkupu. Wartość opcji powinna rosnać wraz z ułamkiem nabywanych akcji – im większy odkup, tym większy zysk dla akcjonariuszy poinformowanych. Wartość opcji rośnie wraz z zmiennością aktywów bazowego (*volatility*), mierzona odchyleniem standardowym stopy zwrotu. Przeprowadzone przez nich badanie potwierdziło stawianą hipotezę, że spółki na rynku amerykańskim traktują ogłoszenie odkupu akcji własnych jako opcję na zakup niedoszacowanych akcji.

Pierwszy model dotyczący *stricte* operacji otwartego rynku został zaproponowany przez McNally'ego¹⁴. Stanowi on syntezę obu poprzednich stanowisk. Siła sygnału wysyłanego w ramach operacji otwartego rynku zależy od docelowego ułamka nabywanych akcji, udziałów kierownictwa (przedsiębiorcy) w kapitale akcyjnym oraz ryzyka zysków spółki. Ułamek nabywanych akcji jest pozytywnym sygnałem przyszłych zysków. Przy innych czynnikach nie zmienionych, wyższy ułamek nabywanych akcji oznacza, że spółka oczekuje wyższych zysków, co z kolei wpłynie w większym stopniu na podniesienie wartości jej akcji. Koszt sygnalizowania przy danej wielkości nabywanej rośnie wraz ze wzrostem ryzyka zysków spółki. Wreszcie, im wyższy udział akcjonariuszy zaangażowanych bezpośrednio w zarządzanie spółką w kapitale akcyjnym, tym większe ponoszone przez nich ryzyko związane z odkupem. Im bardziej kierownictwo jest skłonne ponosić koszty nabycia akcji własnych, tym silniejszy sygnał dla rynku. Badania empiryczne potwierdziły statystyczną istotność przyjętych zmiennych objaśniających.

Na podstawie badań przeprowadzonych na rynku kanadyjskim Li i McNally zaobserwowali, że spółki odkupujące akcje własne na tle wszystkich spółek funkcjonujących na rynku zakwalifikować można jako spółki małe, ich akcjonariat jest bardziej skoncentrowany, a stopy zwrotu z ich akcji charakteryzuje większa zmienność¹⁵. Interesującą determinantą potencjału sygnalizowania jest wielkość spółki. Małe spółki są zdecydowanie rzadziej opisywane w czasopiśmie finansowych, niejednokrotnie wręcz pomijane. Ograniczenia prawne dotyczące portfela inwestycji dla inwestorów instytucjonalnych często wykluczają małe spółki z kręgu zainteresowań. W rezultacie spółki te nie są poddawane wnikliwej kontroli właściwej spółkom, w których udział posiadają inwestorzy instytucjonalni. Oba te czynniki składają się na to, że asymetria informacji w małych spółkach powinna być większa. Wreszcie, w małych spółkach własność jest zwykle w większym stopniu skoncentrowana w rękach akcjonariuszy kontrolujących, co powoduje, że sygnał wysyłany przez spółkę jest bardziej wiarygodny. Jeżeli więc sygnał ma służyć niwelowaniu asymetrii informacji, a jednocześnie ma być związany z poniesieniem kosztu, to w małych spółkach potencjał sygnalizowania jest większy.

Ikenberry, Lakonishok i Vermaelen na podstawie badań przeprowadzonych na rynku kanadyjskim dowiedli, że spółki nabywają akcje własne wtedy, gdy są one niedoszacowane. Przemawia za tym przede wszystkim ujem-

¹⁴ W. McNally, *Open Market Stock Repurchase Signalling*, „Financial Management” 1999, nr 28, s. 55–67.

¹⁵ K. Li, W. McNally, *Information Signalling or Agency Conflicts: What Explains Canadian Open Market Repurchases?*, „University of British Columbia Working Paper” 1999.

na stopa zwrotu w okresie przed ogłoszeniem nabywania akcji¹⁶. Ich zdaniem rynek początkowo reaguje w bardzo niewielkim stopniu na informację o nabywaniu akcji własnych, dopiero w okresie 3 lat następujących po ogłoszeniu roczna stopa zwrotu wynosi 7%, przy czym spółki dochodowe, w większym stopniu narażone na niedoszacowanie, cechuje wyższa stopa zwrotu niż spółki wzrostowe.

Potencjał sygnalizowania zależy nie tylko od stosowanych mechanizmów nabycia, ale również od uwarunkowań prawnych. Na podstawie badań przeprowadzonych w Wielkiej Brytanii Rau i Vermaelen wykluczyli możliwość sygnalizowania informacji o perspektywach zysku poprzez nabywanie akcji własnych. Jest to efektem przyjętych regulacji prawnych. Odkup akcji w piśmiennictwie brytyjskim postrzegany jest jako transakcja stanowiąca zagrożenie dla akcjonariuszy mniejszościowych spółki. Istnieje obawa, że kierownictwo będzie podnosiło wartość swoich udziałów kosztem akcjonariuszy nie zaangażowanych bezpośrednio w zarządzanie spółką¹⁷. Ponieważ nabywanie akcji własnych niesie w sobie potencjał manipulowania cenami przez kierownictwo, zgodnie z uregulowaniami wynikającymi z Regulaminu Notowań ustanowionego przez *Financial Service Authority*, spółce co do zasady nie wolno nabywać akcji własnych w jakimkolwiek okresie, w którym znajduje się ona w posiadaniu nieopublikowanej jeszcze informacji, która może wpłynąć na poziom cen nabywanych akcji. Tak sprecyzowany zakaz prowadzi do sytuacji, w której sygnalizowanie jest niezgodne z prawem.

W badaniach skoncentrowanych na potwierdzeniu bądź falsyfikacji hipotezy sygnału zwykle uwzględnia się kilka z wymienionych wyżej miar w relacji do skumulowanej stopy zwrotu wokół dnia ogłoszenia. Natomiast w badaniach, w których spośród wielu hipotez tłumaczących fenomen wzrostu kursu akcji na skutek ogłoszenia informacji o odkupie, próbuje się wskazać na przyczyny tego zjawiska, hipoteza sygnału weryfikowana jest wyłącznie za pomocą zmiennej opisującej wielkość spółki¹⁸.

W Polsce problematyka nabywania akcji własnych jest zagadnieniem stosunkowo nowym. Pierwsze transakcje odkupu miały miejsce w 1997 r. Jedynym dostępnym autorce badaniem poświęconym nabywaniu akcji własnych jako alternatywie wypłaty dywidendy na polskim rynku kapitałowym jest praca Gryglewicz¹⁹. Badania empiryczne obejmują lata 1997–2000 i dotyczą odkupów akcji z czystego zysku w celu umorzenia, jak również inicjacji i wyżek dywidend. Obok wielu hipotez wyjaśniających reakcję rynku na odkupy akcji własnych i inicjacje dywidend autor weryfikował również hipotezę sygnału. Wykazał, iż wykup akcji stanowi bardziej efektywny sygnał niż dywidenda. Mniejsze spółki, jako bardziej narażone na

¹⁶ D. Ikenberry, J. Lakonishok, T. Vermaelen, *Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading*, „Journal of Finance” 2000, nr 55, s. 2373–2397.

¹⁷ R. Rau, T. Vermaelen, *Regulation, Taxes and Share Repurchases in the U.K.*, „Journal of Business” 2002, nr 75, s. 245–282.

¹⁸ Zob. np. A. Dittmar, *Why do Firms Repurchase Stock?*, „Journal of Business” 2000, nr 73, s. 331–355; K. Kahle, *When a Buyback isn't a Buyback: Open Market Repurchases and Employee Options*, „Journal of Financial Economics” 2002, nr 63, s. 235–261.

¹⁹ S. Gryglewicz, *Wykup akcji jako alternatywa wypłaty dywidendy w praktyce funkcjonowania spółek notowanych na GPW w Warszawie*, w: *Z badań nad rynkiem kapitałowym w Polsce*, pod red. W. Frackowiaka, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2001, s. 274–304.

asymetrię informacji, częściej decydowały się na wykup akcji niż na inicjację dywidendy. Dodatkowo niedoszacowanie akcji sprzyja wykupowi akcji, a korzystny kurs wypłaty dywidendy²⁰. Takie rezultaty pozwalają przychylić się do hipotezy, iż polskie spółki poprzez odkupy akcji mogą sygnalizować niedoszacowanie.

III. DANE I METODYKA BADAŃ

1. Dane

Badanie obejmuje lata 1998–2002. W tym okresie na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie odkup akcji zwykłych, z których przynajmniej część przeznaczona była do umorzenia i który dotyczył co najmniej 1% ogólnej liczby akcji, był ogłoszony 52 razy. W 48 przypadkach był to odkup w formie operacji otwartego rynku, a w 4 – wezwania do sprzedaży. Z próby wyłączono spółki, które nabywały akcje własne w transakcjach pozagiełdowych (m.in. od spółek zależnych), a także te przypadki, w których notowania okazały się niepełne. W rezultacie próba ograniczona została do 42 przypadków ogłoszenia nabycia. Niektóre spółki w badanym okresie ogłaszały odkup akcji własnych kilkakrotnie.

Jako dzień ogłoszenia przyjęto pierwszą informację o zamiarze odkupu akcji, ogłoszoną w ramach systemu Emitent, bądź na łamach Gazety Giełdowej „Parkiet” (GGP). Informacje tego typu pojawiały się w porządku obrad walnych zgromadzeń spółek albo w specjalnych komunikatach zarządów.

Dane finansowe dotyczące ilości akcji w kapitale akcyjnym spółek pochodzą z „Wyników Finansowych Spółek Giełdowych” publikowanych przez Notoria Serwis. Pozostałe wymagane informacje pochodzą z raportów i publikacji spółek dostępnych na łamach GGP oraz na stronach www.parkiet.com.pl.

Badanie składa się z dwóch części. W pierwszej konstruowany jest portfel, w skład którego wchodzi spółki, które ogłosiły nabywanie akcji własnych. Każda spółka ma równą wagę w portfelu. Ta część badania ma na celu wykazanie, czy wokół dnia ogłoszenia występuje anormalna stopa zwrotu i w jakim okresie. W drugiej części badania podjęto próbę określenia za pomocą regresji przyczyn występowania anormalnych stóp zwrotu i odpowiedzi na pytanie, czy spółki nabywające akcje własne na rynku polskim przekazują poprzez ogłaszanie odkupów informacje dla rynku.

2. Reakcja rynku na ogłoszenie zamiaru odkupu akcji własnych

2.1. Metodologia obliczania anormalnych stóp zwrotu i testy istotności

Stopy zwrotu zostały obliczone w oparciu o notowania dostępne na stronach www.bossa.pl oraz www.money.pl. Jako okres badawczy przyjęto okres 121 dni, odpowiadający w przybliżeniu 6 miesiącom. Ponieważ na przestrze-

²⁰ Ibidem, s. 301.

ni 1998–2001 zmieniał się system notowań, aby ujednoczyć dostępną próbę, za podstawę obliczeń przyjęto wyłącznie kursy otwarcia. Ze względu na małą licznosc próby nie oddzielano wezwań do sprzedaży i operacji otwartego rynku.

Metodologia obliczania anormalnych stóp zwrotu opiera się na pracy Browna i Warnera²¹. Ze względu na to, że niektóre spośród badanych spółek w momencie ogłoszenia odkupu były notowane na GPW przez okres krótszy niż rok, jako podstawę obliczeń przyjęto stopę zwrotu korygowaną rynkiem według formuły²²:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

gdzie: AR_{it} – anormalna stopa zwrotu z akcji i w dniu t ,

R_{it} – stopa zwrotu z akcji i w dniu t ,

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

Utworzono portfel składający się wyłącznie ze spółek, które ogłosiły zamiar nabywania akcji własnych w ten sposób, że każdej spółce przypisano równą wagę. Jako dzień ogłoszenia przyjęto dzień 0. Dla każdej ze spółek obliczono stopy zwrotu w kolejnych dniach w okresie 60 dni przed ogłoszeniem zamiaru nabywania akcji własnych do 60 dni po ogłoszeniu (–0,60). Następnie obliczono średnią arytmetyczną stóp zwrotu w poszczególnych dniach dla całego portfela (AR). Ponieważ zaobserwowanie reakcji rynku na ogłoszenie informacji wymaga obliczenia skumulowanej stopy zwrotu (CAR), dla każdego kolejnego dnia w badanym okresie obliczono tę wielkość według formuły:

$$CAR_i^{t+n} = \sum_i^{t+n} AR_i$$

Aby sprawdzić, czy anormalna stopa zwrotu w dniu t jest statystycznie istotnie różna od zera, zastosowano statystykę t :

$$t = AR_t / \hat{\sigma}(AR_t),$$

gdzie $\hat{\sigma}(AR_t)$ jest odchyleniem standardowym stopy zwrotu z portfela w okresie „kontrolnym”, zdefiniowanym jako okres od 60 dni do 10 dni przed ogłoszeniem (–60, –10). Aby sprawdzić, czy skumulowana anormalna stopa zwrotu CAR w badanym okresie jest istotnie różna od zera zastosowano statystykę

$$t(CAR_i^{t+n}) / \hat{\sigma}(CAR_i^{t+n})$$

gdzie: $\hat{\sigma}(CAR_i^{t+n}) = \sqrt{n} \cdot \hat{\sigma}(AR_t)$ ²³.

²¹ Por. S. Brown, J. Warner, *Measuring Security Price Performance*, „Journal of Financial Economics” 1980, nr 8, s. 205–258; S. Brown, J. Warner, *Using Daily Stock Returns*, „Journal of Financial Economics” 1985, nr 14, s. 3–31.

²² Obliczono również anormalną stopę zwrotu za pomocą modelu rynkowej regresji, co znacznie ograniczyło rozmiar próby. Rezultaty obu obliczeń, zgodnie z sugestią pochodzącą od Browna i Warnera (1985) są podobne.

²³ J. Cambell, A. Lo, A. McKinlay, *Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press 1996, s. 160–162.

2.2. Rezultaty

Tabela 1 i wykres 1 pokazują, że ogłoszenie o nabywaniu akcji własnych jest poprzedzone okresem ujemnych stóp zwrotu (w okresie $(-60, -5)$ skumulowana stopa zwrotu wynosi $-0,07229$ ($t = -1,8$). Zarówno w dniu ogłoszenia 0, jak i w dniu 1 anormalna stopa zwrotu z portfela jest dodatnia i istotna statystycznie, odpowiednio na poziomie 0,05 i 0,001 (wartości statystyki $t = 2,19$ i $t = 3,54$). Wyższa skumulowana stopa zwrotu w dniu 1 wynika prawdopodobnie z przyjęcia za podstawę obliczeń kursów otwarcia, co w niektórych przypadkach może powodować przesunięcie reakcji rynku na dzień 1.

Tabela 1

Średnia (AR) i skumulowana średnia (CAR) anormalna stopa zwrotu 60 dni przed i 60 dni po ogłoszeniu zamiaru nabywania akcji własnych

Dzień	AR	CAR	Dzień	AR	CAR	Dzień	AR	CAR
-60	0,00153	0,00153	-9	0,00658	-0,08129	10	-0,0054	-0,0219
			-8	0,00325	-0,07804	11	0,0042	-0,0177
-50	0,00314	-0,03924	-7	0,00584	-0,07221	12	-0,0029	-0,0206
			-6	-0,00491	-0,07711	13	-0,0012	-0,0218
-40	0,00117	-0,04126	-5	0,00483	-0,07229	14	0,0070	-0,0148
			-4	0,00504	-0,06725	15	0,0034	-0,0114
-30	0,00225	-0,05175	-3	0,00109	-0,06616	16	0,0066	-0,0049
			-2	-0,00020	-0,06637	17	0,0000	-0,0049
-20	-0,00008	-0,07312	-1	0,00367	-0,06270	18	-0,0053	-0,0101
-19	-0,01876	-0,09187	0	0,01432	-0,04839	19	-0,0005	-0,0107
-18	-0,00280	-0,09467	1	0,02314	-0,02525	20	-0,0045	-0,0152
-17	0,00586	-0,08882	2	0,00794	-0,01731			
-16	0,00338	-0,08543	3	0,00365	-0,01366	30	-0,0067	-0,0043
-15	-0,01165	-0,09708	4	-0,00804	-0,02170			
-14	0,00530	-0,09178	5	0,00068	-0,02102	40	0,0043	-0,0057
-13	-0,00220	-0,09398	6	-0,00205	-0,02307			
-12	0,00446	-0,08952	7	0,00373	-0,01934	50	-0,0033	-0,0190
-11	0,00181	-0,08771	8	0,00411	-0,01523			
-10	-0,00016	-0,08787	9	-0,00126	-0,01649	60	0,0204	-0,0218

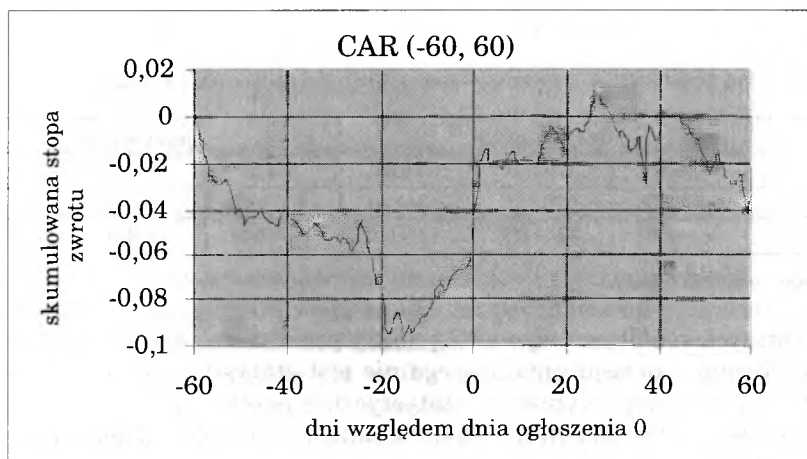
Źródło: obliczenia własne.

W okresach $(-5,5)$, $(-10,10)$ oraz $(-20,20)$ skumulowane anormalne stopy zwrotu są statystycznie różne od zera na poziomie 0,005, 0,05 i 0,1. Odpowiednio wynoszą one: 0,56 ($t=3,14$), 0,66 ($t=2,67$), 0,58 ($t=1,68$).

Na wykresie 1 widoczne jest, iż w okresie poprzedzającym ogłoszenie nabywania akcji własnych skumulowana stopa zwrotu najpierw spada,

Wykres 1

Skumulowana stopa zwrotu CAR w okresie (-60,60) dni wokół dnia ogłoszenia 0



Źródło: obliczenia własne.

a następnie około 20. dnia przed ogłoszeniem zaczyna rosnąć. Gwałtowny wzrost obserwuje się w dniu 0, czyli momencie ogłoszenia odkupu. Ten schemat zachowań cenowych odpowiada rezultatom badań przeprowadzonych na rynku amerykańskim²⁴. Zastanawiający jest fakt, skąd bierze się wzrost skumulowanej stopy zwrotu w okresie przed ogłoszeniem nabycia. Jedną z nasuwających się hipotez, niekoniecznie zgodnych z prezentowaną tu hipotezą, jest występowanie *insider trading*, a więc wykorzystywanie informacji poufnych. Odpowiedź na pytanie jakie są przyczyny wzrostu kursu w tym okresie wymagałaby przeprowadzenia dodatkowego badania.

W okresie następującym po ogłoszeniu odkupu akcji własnych skumulowana stopa początkowo rośnie, a następnie spada. W okresie (0,60) stopa zwrotu wynosi 0,04085, ale rezultat ten nie jest statystycznie istotny ($t = 0,97$). Dla uzyskania pełnego obrazu zachowań kursów akcji w długim okresie należałoby wydłużyć okna obserwacji.

Ponieważ zgodnie z hipotezą sygnału większy potencjał sygnalizowania mają mniejsze spółki, podzielono cały zbiór spółek na dwa równe podzbiory. W pierwszym znalazły się spółki mniejsze, w drugim większe. Jako miarę wielkości przyjęto logarytm naturalny kapitalizacji rynkowej liczonej jako iloczyn ilości akcji w ostatnim dniu roku poprzedzającego ogłoszenie o nabywaniu akcji własnych i kursu akcji tegoż dnia. W przypadkach, w których spółka nie była notowana pod koniec roku poprzedzającego, ilość akcji jest równa wielkości emisji, a za kurs odniesienia przyjęto średnią z ostatnich 3 miesięcy notowań. Jeżeli hipoteza sygnału jest wyjaśnieniem reakcji rynku na ogłoszenie odkupu, mniejsze spółki powinny wykazywać się wyższą skumulowaną stopą zwrotu wokół dnia ogłoszenia niż większe spółki.

²⁴ Por. T. Vermaelen (1981) op.cit.; L. Dann (1981), op.cit.; R. Comment, G. Jarrell (1991), op.cit.

W tabeli 2 widoczne jest, iż spółki mniejsze mają wyższą skumulowaną stopę zwrotu we wszystkich rozpatrywanych okresach, przy czym w okre-

Tabela 2

Skumulowana stopa zwrotu z uwzględnieniem wielkości spółek nabywających akcje własne

	Spółki większe			Spółki mniejsze		
	(-5,5)	(-10,10)	(-20,20)	(-5,5)	(-10,10)	(-20,20)
CAR	0,053388	0,065177	0,049444	0,072662	0,089429	0,075903
Statystyka T	2,449667	2,164442	1,175116	2,833925	2,524345	1,533375

Źródło: obliczenia własne.

sach krótszych różnica ta wynosi 2 punkty procentowe, a w okresie najdłuższym 3. Wynik z okresu najdłuższego nie jest statystycznie istotny dla obu podzbiorów. Pozostałe wyniki są statystycznie istotne na poziomie prawdopodobieństwa 0,05. Rezultaty takie z dużym prawdopodobieństwem potwierdzają hipotezę sygnału.

Rozważono inną metodę podziału zbioru spółek nabywających akcje własne, uwzględniając docelowy ułamek nabywanych akcji. Zbiór został ponownie podzielony na dwa podzbiory: pierwszy, spółek o niższym docelowym ułamku nabywanych akcji i drugi, o wyższym. Zgodnie z hipotezą sygnału, spółki, które nabywają większy pakiet akcji, powinny spotkać się z lepszą reakcją rynku, przejawiającą się wyższą skumulowaną stopą zwrotu z akcji. Docelowy ułamek nabywanych akcji został obliczony dwojako. W przypadkach, w których spółki ogłaszały, jaki pakiet akcji ma zostać odkupiony, ułamek akcji obliczony został jako udział akcji przeznaczonych do odkupu w całkowitej ilości akcji. Dla tych spółek, które deklarowały jedynie środki przeznaczone na nabywanie akcji własnych, obliczono procent akcji, jaki z tychże środków mógłby zostać nabyty przy kursie z ostatniego dnia roku poprzedzającego ogłoszenie. Podobnie, jak w przypadku miary wielkości, dla spółek, które nie były notowane na rynku w ostatnim dniu roku poprzedzającego, przyjęto średni kurs z trzech miesięcy poprzedzających ogłoszenie o odkupie. Wyniki obliczeń przedstawia tabela 3.

Tabela 3

Skumulowana stopa zwrotu z uwzględnieniem wielkości docelowego ułamka nabycia akcji

	Spółki nabywające mniejszy ułamek			Spółki nabywające większy ułamek		
	(-5,5)	(-10,10)	(-20,20)	(-5,5)	(-10,10)	(-20,20)
CAR	0,03578	0,04789	0,04323	0,07542	0,08270	0,06082
Statystyka T	1,86503	1,80660	1,16705	2,90481	2,30527	1,21324

Źródło: obliczenia własne.

Spółki nabywające większe pakiety akcji wykazują się wyższą anormalną stopą zwrotu, a więc rynek reaguje na ich ogłoszenia bardziej pozytywnie. Cecha ta przejawia się dla wszystkich rozpatrywanych okresów: 11-, 21- i 41-dniowego. Wraz z wydłużaniem okresu obserwacji rozproszenie

osiąganych stóp rośnie i zmniejsza się istotność statystyczna wyników. Niemniej jednak zarówno dla okresu 11-dniowego, jak i dla 21 dni rezultaty są statystycznie istotne, przy czym dla spółek nabywających więcej prawdopodobieństwo testowe osiąga poziom odpowiednio 0,01 i 0,05, a dla spółek nabywających mniej w obu przypadkach wynosi 0,1.

3. Źródła reakcji rynku na ogłoszenie odkupu akcji własnych

3.1. Zmienna objaśniana i przyjęte zmienne objaśniające

Drugą część badania stanowi próba określenia, jakie czynniki sugerowane w literaturze przedmiotu mają wpływ na powstawanie anormalnych stóp zwrotu. Hipotezą zerową jest stwierdzenie, że nabywanie akcji własnych nie ma znaczenia informacyjnego dla rynku, a w konsekwencji anormalna stopa zwrotu w okresie wokół dnia ogłoszenia wynosi zero. Obliczono skumulowane anormalne stopy zwrotu dla okien 3-, 5-, 7-, 9- i 11-dniowych. Procedura kalkulacji tych stóp jest identyczna jak w przypadku skumulowanej stopy zwrotu w okresie $(-60, 60)$. Statystyka testowa jest ilorazem skumulowanej stopy zwrotu w przyjmowanym okresie badawczym i jej oszacowanego odchylenia standardowego w okresie kontrolnym $(-60, -10)$ ²⁵.

Tabela 4

Statystyka t skumulowanej stopy zwrotu dla różnych przedziałów wokół dnia ogłoszenia

	Skumulowana stopa zwrotu	Test statystyki	Wartość prawdopodobieństwa testowego
SCAR (-5,5)	0,056092	2,244695	0.03
SCAR (-4,4)	0,050584	2,054348	0.05
SCAR (-3,3)	0,053588	1,982905	0.06
SCAR (-2,2)	0,048854	1,843405	0.08
SCAR (-1,1)	0,041117	1.467456	

Źródło: obliczenia własne.

Osiągnięte rezultaty pozwalają dla okien 5-, 7-, 9- i 11-dniowych odrzucić na sensownych poziomach istotności hipotezę zerową na rzecz hipotezy alternatywnej mówiącej, iż nabywanie akcji własnych może mieć wartość informacyjną. W badaniu Gryglewicz anormalne stopy zwrotu wokół dnia ogłoszenia wynosiły odpowiednio dla okien 5, 7, 9, 11-dniowych: 0,0488 ($t=3,586$), 0,0623 ($t=3,856$), 0,0627 ($t=3,359$), 0,0467 ($t=2,268$). Niniejsze badanie potwierdza więc występowanie wysokich stóp zwrotu wokół dnia ogłoszenia odkupu akcji własnych na polskim rynku kapitałowym²⁶. Porównując stopy uzyskane na polskim rynku ze stopami wokół dnia ogłoszenia na

²⁵ Ten typ statystyki zastosowany został np. w pracach: Dann (1981) op.cit.; Masulis (1980), op.cit.

²⁶ Por. S. Gryglewicz, op.cit., s. 294. Różnice w wartościach są rezultatem przyjęcia innych okresów badawczych.

innych rynkach należy stwierdzić, iż te pierwsze są stosunkowo wysokie. Badania przeprowadzone przez Ikenberry'ego i Vermaelena na rynku amerykańskim wykazały anormalną stopę w wysokości 3,42% w oknie 5-dniowym. Li i McNally zaobserwowali anormalną stopę zwrotu w wysokości 1,39% w oknie (-1,3) na rynku kanadyjskim, a Rau i Vermaelen wykazali występowanie anormalnej stopy zwrotu w wysokości 1,14% w 11-dniowym okresie ogłoszenia²⁷. Co istotne, Ikenberry i Vermaelen zauważyli, iż średnia reakcja rynku zmniejszała się w miarę upływu lat; na początku lat 80. wynosiła 4,57%, a pod koniec jedynie 2,63%. Możliwe, że podobny proces będzie miał miejsce na polskim rynku kapitałowym.

Ze względu na najwyższą wartość statystyki t jako zmienną objaśnianą w badaniu przyjęto skumulowaną stopę zwrotu w oknie 11-dniowym (-5,5).

Jako zmienne objaśniające przyjęto: wielkość spółki mierzoną kapitalizacją rynkową (SIZE), docelowy ułamek nabywanych akcji (REP), skumulowaną stopę zwrotu z okresu przed ogłoszeniem (-60, -10), miarę ryzyka akcji oraz miarę wzrostu kursu akcji w okresie po ogłoszeniu.

Zgodnie z hipotezą sygnału, im mniejsza spółka, tym bardziej może być niedoszacowana, a więc tym większa powinna być reakcja rynku na ogłoszenie odkupu. Współczynnik stojący przy mierze wielkości powinien być ujemny. Odwrotnie niż dla wielkości spółki, w przypadku ułamka nabywanych akcji, relacja powinna być dodatnia – im więcej spółka skupuje, tym silniejszy wysyła sygnał. Obie miary, wielkości spółki i docelowego ułamka akcji przeznaczonych do nabycia, zostały obliczane jak wyżej. Skumulowana stopa zwrotu z okresu przed ogłoszeniem (-60,-10) jest traktowana jako miara niedoszacowania spółki (ExRet). Jeżeli spółki sygnalizują niedoszacowanie poprzez odkup akcji własnych, współczynnik stojący przy tej mierze będzie miał wartość ujemną. Miara ryzyka akcji liczona jest jako odchylenie standardowe stopy zwrotu z akcji w okresie 60 dni przed ogłoszeniem do 10 dni przed ogłoszeniem (SD). Zgodnie z zaprezentowanym poglądem, jeżeli zarządy spółek traktują programy odkupu jako opcje na zakup akcji w przyszłości, wartość takiej opcji wzrasta wraz ze wzrostem ryzyka akcji. W tym przypadku współczynnik stojący przy mierze ryzyka powinien mieć wartość dodatnią. Wreszcie, wzrost kursu akcji w okresie po ogłoszeniu jest liczony jako skumulowana stopa zwrotu od dnia 0 do dnia 60 (CAR (0,60)). Dodatni współczynnik przy tej mierze oznacza, że im większy sygnał, tym wyższa stopa zwrotu w okresie kolejnych trzech miesięcy po ogłoszeniu nabycia.

3.2. Rezultaty

Przeprowadzono analizę regresji, w której uwzględniono powyższe zmienne objaśniające. Rezultaty zaprezentowane są w tabeli 5.

Przeprowadzona analiza regresji potwierdza z dużym prawdopodobieństwem postawioną hipotezę, że ogłoszenie nabywania akcji własnych posia-

²⁷ Zob. D. Ikenberry, T. Vermaelen, op.cit., s. 18; K. Li, W. McNally, *The Decision to Repurchase, Announcement Returns and Insider Holdings: A Conditional Event Study*, „University of British Columbia Working Paper” 2001, s. 10; R. Rau, T. Vermaelen, op.cit., s. 256.

Tabela 5

Regresja wieloraka skumulowanej anormalnej stopy zwrotu na miary: wielkości spółki, ułamka nabywanych akcji, ryzyka akcji, niedoszacowania i skumulowanej stopy zwrotu w okresie po ogłoszeniu nabycia

	Wartości współczynników	Test statystyki	Wartość prawdop.
wyraz wolny	0,384716	2,433637	0,020041
SIZE	-0,026055	-2,108782	0,041986
REP	0,565528	2,119972	0,040970
SD	-3,606321	-2,786255	0,008455
EXRet(-60,-10)	-0,203733	-2,625580	0,012620
CAR(0,60)	0,190409	2,879839	0,006660

Źródło: obliczenia własne.

da zawartość informacyjną. Zgodnie z teorią, im mniejsza spółka, tym większa skumulowana stopa zwrotu w rozpatrywanym okresie. Również miara ułamka nabywanych akcji potwierdza hipotezę sygnału. Im więcej spółka nabywa, tym bardziej pozytywnie reaguje rynek. Poprzez odkup akcji własnych spółki sygnalizują niedoszacowanie – im niższa skumulowana anormalna stopa zwrotu w okresie (-60,-10) przed ogłoszeniem, tym wyższa stopa zwrotu w okresie wokół dnia ogłoszenia. Natomiast wraz ze wzrostem skumulowanej stopy zwrotu w okresie ogłoszenia rośnie 3-miesięczna skumulowana stopa zwrotu liczona od dnia ogłoszenia.

Jeżeli uwzględnić ryzyko akcji, relacja jest odwrotna niż wskazywałaby na to teoria: gdyby odkupy miały charakter wystawienia opcji na akcję pozwalającą na zakup akcji przez spółkę, współczynnik stojący przy mierze ryzyka akcji byłby dodatni. Przeprowadzone badanie nie potwierdza tej hipotezy, współczynnik stojący przy odchyleniu standardowym jest ujemny i statystycznie istotny.

IV. ZAKOŃCZENIE

W literaturze hipoteza sygnału wskazywana jest jako jedna z przyczyn ogłaszania odkupów akcji własnych. W niniejszym artykule opisano reakcję rynku na ogłoszenia o nabywaniu akcji własnych. Stwierdzono występowanie statystycznie istotnej anormalnej stopy zwrotu w okresie 5-,7-,9-,11-,21- i 41-dniowym wokół dnia ogłoszenia. W świetle badań przeprowadzonych na grupie 42 ogłoszeń o nabywaniu akcji własnych można z dużym prawdopodobieństwem stwierdzić, że reakcja rynku na informację o odkupie akcji własnych w celu umorzenia jest silna i pozytywna w krótkim okresie. W porównaniu do innych rynków anormalne stopy zwrotu na rynku polskim są stosunkowo wysokie.

W celu zweryfikowania hipotezy sygnału zastosowano analizę regresji, przyjmując sugerowane w literaturze zmienne objaśniające. Zgodnie z przyjętą hipotezą rynek reaguje silniej na ogłoszenia odkupów przez małe spółki, charakteryzujące się większą asymetrią informacji. Charakterystyczna jest również pozytywna reakcja rynku na odkupy większego pakietu akcji. Zgodnie z hipotezą sygnału spółki ogłaszają decyzję o odkupie po okresie ni-

skich notowań. W przeprowadzonej analizie regresji nie uzyskano potwierdzenia co do zachowania zmiennej opisującej ryzyko akcji – wbrew teorii sygnału, skumulowana stopa zwrotu maleje wraz ze wzrostem ryzyka akcji. Być może taką reakcję rynku tłumaczyć należy niechęcią inwestorów do akcji charakteryzujących się wyższym ryzykiem.

Niestety, stosunkowo mała próba, jak również krótki okres badawczy nie pozwalają na szczegółową analizę zmian zachodzących w zyskach spółek nabywających akcje własne. Badania poświęcone tej problematyce przyczynią się do dalszej weryfikacji hipotezy sygnału na polskim rynku kapitałowym. Jednak już teraz można stwierdzić, że podobnie jak na rynkach zagranicznych spółki poprzez nabywanie akcji własnych sygnalizują niedoszacowanie, a na tle przeprowadzonych badań polski rynek nie odbiega od dojrzałych rynków kapitałowych.

THE INFORMATION CONTENT OF SHARE REPURCHASE

S u m m a r y

The literature on the subject points at the signalling hypothesis as one of the reasons for shares repurchase. This paper describes the market reaction to announcement of buy-back. It has been found that a statistically relevant, abnormal rate of return occurs in 5, 7, 9, 11, 21 and 41 day time frame around the day of announcement. Based on the sample group of 42 announcements of share repurchase it is highly probable that the reaction of the market to buy-back would be strong and positive in the short term. As compared against other markets, abnormal rates of return on the Polish market are relatively high.

In order to verify the signalling hypothesis, a regression analysis has been adopted together with the explanatory variables recommended in the literature. According to the hypothesis, there is a stronger market reaction to the announcement of share repurchase published by smaller companies which are characterized by greater information asymmetry. A characteristic feature in this case is also a positive reaction of the market to the repurchase of a greater share stake. The signalling hypothesis also argues that companies announce share buy-back after the value of their shares deteriorated. The conducted regression analysis has not corroborated the fluctuation of the variable describing the share risk, which proves to the contrary of the signalling hypothesis. Here, the cumulated abnormal return decreases with the increase in the share risk. Such reaction of the market may be ascribed to unwillingness of investors to buy high-risk shares.

Unfortunately, a relatively small sample and a short research period prevent a detailed analysis of the changes in the company profits. Further research on the subject will allow further verification of the signalling hypothesis on the Polish capital market. However even now it can be argued with a certain degree of probability that, similarly to foreign markets, by means of share repurchase the companies signal undervaluation and that the Polish market is not very different from the mature capital markets.