

# **BUY BACK, SPLIT, DYWIDENDA A KURS AKCJI. WYNIKI BADAŃ SPÓŁEK NOTOWANYCH NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE**

**MONIKA MURAWSKA**

WOJSKOWA AKADEMIA TECHNICZNA  
WYDZIAŁ CYBERNETYKI

**Streszczenie:** W artykule przedstawiono wyniki badań, których celem było określenie możliwości kształtowania wieloletniego, silnego, wzrostowego kursu akcji, począwszy od dnia debiutu danej spółki na giełdzie, z uwzględnieniem roli, jaką w tym procesie mogą odgrywać dywidenda oraz operacje splitu i skupu własnych akcji. W analizach uwzględniono spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

**Słowa kluczowe:** kurs akcji, akcja, dywidenda, split, buy back, giełda

## **Wstęp**

Ceny akcji spółek notowanych na giełdzie kształtują się zarówno w długim, jak i w krótkim okresie jako wynik turbulencji otoczenia, a także zmian w samej organizacji. Akcja to papier wartościowy odzwierciedlający część majątku przedsiębiorstwa, dlatego zmiany jej kursu wpływają na wzrost lub obniżenie wyceny rynkowej całej organizacji. Ponieważ tworzenie wartości jest nadrzędnym celem spółek giełdowych, uwaga interesariuszy firmy, a zwłaszcza właścicieli i zarządu, skupia się wokół możliwości generowania wzrostu cen akcji w czasie. Najbardziej pożądana jest sytuacja, gdy akcje spółki znajdują się w długoterminowym trendzie wzrostowym – bez względu na zmiany koniunktury gospodarczej i innych elementów otoczenia rynkowego. Jest to stan idealny. Akcjonariusze nie znają jednak przyszłości, nie wiedzą, czy spółka, której walory właśnie kupili, podąży ścieżką wzrostów, czy też upadnie za kilka lub kilkadziesiąt lat, jak to się stało w 2001 r. w przypadku amerykańskiego potentata branży energetycznej – spółki Enron Corporation. Świadomość możliwości i jednocześnie ryzyka, jakie wiążą się z inwestowaniem w papiery wartościowe, skłania do zastanowienia się, na jak długi okres zaangażować kapitał w określone przedsięwzięcie; czy zakup akcji na rynku pierwotnym lub w okolicy debiutu giełdowego, a następnie utrzymywanie ich w swoim portfelu inwestycyjnym przez wiele kolejnych lat nie jest strategią z góry skazaną na niepowodzenie; a może jest wręcz przeciwnie – jako że wieloletni charakter inwestycji ogranicza w dużym stopniu negatywny wpływ krótkoterminowych wahań kursów akcji, wiele spółek publicznych cechuje się ponadprzeciętnym wzrostem wartości. Innymi słowy, jak pisał B. Graham „Inwestorowi najbardziej zależy na tym, aby

kupić odpowiednie papiery wartościowe za odpowiednią cenę i móc je trzymać” (Graham, 2007, s. 193), trudno jednak z wieloletnim wyprzedzeniem właściwie ocenić trafność poszczególnych decyzji inwestycyjnych. Z problemem tym wiąże się potrzeba identyfikacji czynników determinujących wartość przedsiębiorstw, a zatem również czynników wpływających na ceny akcji. Zagadnienie to jest dość szeroko opisane w literaturze z zakresu zarządzania wartością, jednak nadal brakuje badań, które w sposób szczegółowy i jednoznaczny określiłyby możliwości kształtowania silnego wzrostowego trendu kursu akcji w długim okresie.

## **1. Problem badawczy – kształtowanie kursu poprzez operacje splitu, skupu akcji własnych oraz wypłatę dywidendy**

Problem opisany we wstępie stał się inspiracją do przeprowadzenia badań pt. „Kształtowanie wartości rynkowej spółek giełdowych – perspektywa polskiego rynku kapitałowego”. Ich celem była identyfikacja przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, które w długim okresie są zdolne do trwałego, silnego, względnie systematycznie realizowanego wzrostu wartości rynkowej, mierzonej za pomocą bieżących cen akcji oraz określenie czynników, które mogą sprzyjać temu procesowi. W niniejszym opracowaniu zawarto wybrane wyniki analiz dotyczących oceny możliwości kreowania wieloletniego, silnego, wzrostowego kursu akcji, począwszy od dnia debiutu danej spółki na giełdzie z uwzględnieniem roli, jaką w tym procesie mogą odgrywać dywidenda oraz operacje splitu i skupu własnych akcji.

Wymienione operacje giełdowe – podział akcji, czyli split, nabycie własnych akcji – buy back oraz podział zysku między akcjonariuszy – dywidenda mogą wpływać na osiąganie przez spółki dodatkowego, ponadprzeciętnego wzrostu cen akcji. Zgodnie z teorią rynków efektywnych E. Famy, ceny akcji odzwierciedlają niezwłocznie, zawsze i w pełni wszystkie dostępne na rynku informacje. Półsilna forma efektywności informacyjnej zakłada, że wszystkie publicznie dostępne informacje powinny zostać uwzględnione w kursach akcji, a forma silna poszerza zakres informacji uwzględniony w cenach na wszystkie niepubliczne informacje (Buczek, 2006, s. 48). Od reguł E. Famy istnieje jednak wiele odstępstw – anomalii, m.in. efekt stycznia, efekt przegrani – zwycięzcy, anomalie związane ze wskaźnikami cena/zysk netto, cena/wartość księgową czy też anomalie związane z opóźnioną reakcją inwestorów na nowe informacje (Buczek, 2006, s. 51). Ostatnia z wymienionych kategorii odstępstw dotyczy m.in. ponadprzeciętnego wzrostu kursów spółek przeprowadzających split akcji, płacących dywidendy oraz nabywających własne akcje (Buczek, 2006, s. 65-69). Innymi słowy, spółka może znacząco wpłynąć na kurs, umiejętnie stosując politykę dywidendy, podziału i skupu własnych akcji. W kolejnych fragmentach opracowania przedstawiono ich krótką charakterystykę.

Dywidenda to część zysku netto spółki kapitałowej przeznaczona do podziału między akcjonariuszy (Szablewski et al., 2006, s. 47). Spółki mogą dowolnie

kształtować swoją politykę w tym zakresie – w zależności od kondycji ekonomicznej lub innych uwarunkowań przeznaczają cały zysk na dalszy rozwój działalności lub podejmują uchwałę o podziale zysku między akcjonariuszy. Dla spółek giełdowych dywidenda bywa jednak również narzędziem kształtowania wysokiego kursu akcji. W badaniach przeprowadzonych dla okresu od 1964 do 1988 r. wykazano, że spółki podejmujące decyzję o podziale zysku między akcjonariuszy pozwalają osiągnąć inwestorom ponadprzeciętne zyski w następnych trzech latach (Michaely et al., 1995, s. 573-608).

Split służy zwiększeniu dostępności papierów wartościowych drobnym inwestorom. Jest szczególnie przydatny, gdy obroty na akcjach maleją w wyniku wzrostu ich cen na giełdzie. W wyniku podziału akcji wzrasta ich ilość, a kurs spada do poziomu, przy którym rzeczywista wartość spółki jest taka sama lub zbliżona do poziomu notowanego przed dokonaniem splitu. Uwzględniając powyższe, podział akcji w teorii nie powinien powodować innych – anormalnych zmian cen. Tymczasem w licznych badaniach zaobserwowano, że efektem dodatkowym splitu jest często ponadprzeciętny wzrost cen akcji w okresie między dniem publikacji informacji o zamierzonym podziale akcji a rzeczywistym jego dokonaniem (Buczek, 2006, s. 67 i 128-129).

Podobny efekt na rynku kapitałowym bywa obserwowany w przypadku nabycia akcji własnych przez spółkę. Taki skup przeprowadza się m.in. w celu umorzenia akcji. W tym przypadku inwestorzy mogą uznać, że spółka jest w bardzo dobrej kondycji ekonomicznej: posiada wolne środki finansowe i decyduje się na ich wydatkowanie na cel nie związany z rozwojem czy też zapewnieniem bieżącego funkcjonowania organizacji. To dla rynku wyraźny sygnał, że akcje są zbyt nisko wyceniane na giełdzie i jednocześnie zachęta dla inwestorów, aby zwiększyć zaangażowanie kapitałowe w walory danej spółki. Wezwanie do zbycia walorów może pozytywnie wpłynąć na ich wycenę, powodując gwałtowne podniesienie notowań. Badania potwierdzają istnienie takiego zjawiska na polskiej giełdzie – po nabyciu akcji własnych przez analizowane spółki, ich ceny zwyżkowały w większości przypadków (Buczek, 2006, s. 69). Zjawisko to można było zaobserwować w przypadku wezwania do sprzedaży akcji BGŻ ogłoszonego w kwietniu 2012 r. przez jego największego akcjonariusza – holenderski Rabobank. Cena zaproponowana akcjonariuszom mniejszościowym była aż o 54% wyższa od aktualnych notowań i wpłynęła na wzrost kursu o ponad 50% (Mysior et al., 2012).

Uwzględniając opisaną powyżej charakterystykę poszczególnych operacji, w badaniach postawiono hipotezę, że spółki, które cechują się silnym trendem wzrostowym kursu akcji w długim okresie, nie przeprowadzają operacji podziału akcji, wypłacają jednak dywidendy oraz skupują akcje własne. W odniesieniu do istoty splitu przypuszczano, że natura tej operacji wyklucza możliwość utrzymania silnego trendu wzrostowego kursu akcji, natomiast wypłata dywidendy i skup akcji może wspomóc ten proces.

Weryfikacji hipotezy dokonano w dwóch etapach. W pierwszym etapie przeprowadzono analizę statystyczną kursów akcji. Jej celem było zidentyfikowanie

spółek, których akcje od dnia debiutu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie do dnia 28 kwietnia 2011 r. znajdowały się w silnym (wieloletnim) trendzie wzrostowym. Ze względu na wyjątkową wrażliwość cen akcji na zmiany otoczenia założono, że utrzymanie długookresowego, silnego trendu wzrostowego kursu akcji jest trudne i może dotyczyć jedynie spółek wyjątkowych, silnych, świadomie kreujących swój kurs. Na podstawie otrzymanych wyników analiz określono, czy jest możliwe utrzymanie wieloletniego silnego trendu wzrostowego kursu akcji, mierzonego od momentu debiutu giełdowego i jaka jest skala takiego zjawiska.

Do wyznaczenia trendów wykorzystano metodę regresji liniowej. Uznano, że trend liniowy najlepiej oddaje oczekiwany charakter wzrostów kursów akcji. Założono, że z punktu widzenia inwestora najlepiej jest, gdy zmiany cen akcji dokonują się w czasie w sposób względnie systematyczny i przewidywalny, mają charakter wzrostowy i tym samym umożliwiają antycypowanie kursu giełdowego, co wpływa na obniżenie ryzyka inwestycji w porównaniu do spółek, których ceny zmieniają się w różnym stopniu i w różnych kierunkach. Uznano, że wzrost cen akcji w długim okresie może świadczyć o pozytywnych zmianach w spółce i wpływać tym samym na wzrost jej renomy wśród inwestorów oraz wzrost wartości rynkowej. W celu określenia, czy zbudowany model regresji liniowej dobrze opisuje tendencję rozwojową, wykorzystano współczynnik determinacji  $R^2$ . Oczekiwano, że wskaźnik ten przyjmie wartości bliskie jedności; przyjęto, że oszacowany model regresji liniowej wyjaśnia kształtowanie się cen akcji w bardzo dużym stopniu, jeśli  $R^2$  należy do przedziału  $[0,7;1]$ . Drugie kryterium wyboru stanowiło nachylenie linii trendu (oczekiwano dodatniego), oceniane na podstawie wartości parametru  $m$  w równaniu linii prostej  $y = mx + b$ ; gdzie  $m$  – nachylenie. Analizowaną zmienną był bieżący kurs akcji spółek uwzględnionych w badaniu (za kurs akcji przyjęto cenę minimalną, jaka została zapłacona za co najmniej 1 akcję podczas danej sesji giełdowej). W badaniach statystycznych postawiono hipotezę, że stosunkowo niewiele przedsiębiorstw cechuje silny wieloletni wzrostowy trend kursu akcji, mierzony od momentu debiutu giełdowego. Szczegółowa metoda i charakterystyka badań została opisana w artykule pt. *Kształtowanie cen akcji przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie – perspektywa minionego dwudziestolecia* (Murawska, 2011).

Następnie (etap drugi), na podstawie baz danych dostępnych na stronach branżowych z zakresu finansów ([www.bossa.pl](http://www.bossa.pl), [www.parkiet.pl](http://www.parkiet.pl), [www.finance.wp.pl](http://www.finance.wp.pl), [www.stockwatch.pl](http://www.stockwatch.pl), [www.money.pl](http://www.money.pl)) zebrano i analizowano informacje dotyczące dywidend oraz operacji podziału i skupu akcji wykonanych przez spółki o najsilniejszym trendzie wzrostowym.

## **2. Kurs giełdowy w wieloletnim silnym trendzie wzrostowym – rzeczywistość rynkowa czy fikcja?**

W toku prowadzonych analiz wykazano, że silny trend wzrostowy kursu akcji cechował od momentu debiutu do 28 kwietnia 2011 r. (tj. w zakresie

czasowym badań) zaledwie 12 spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, co stanowiło 8,57% badanej populacji. Uwzględniono w niej 140 przedsiębiorstw, których akcje zaliczane były w ostatnim dniu zakresu czasowego badań do najważniejszych indeksów giełdy warszawskiej, tj. WIG20, mWIG40, sWIG80. Włączenie do analiz większej liczby, również małych spółek notowanych nie tylko na WGPW, ale także na rynku New Connect (ogółem 726 przedsiębiorstw) sprawiło, że wyniki analiz były jeszcze gorsze – w tym przypadku przyjęte kryteria wyboru spełniło jedynie 5,1% badanej populacji, tj. 37 organizacji<sup>1</sup>. Ponadto stwierdzono, że uwzględniony w badaniach średni współczynnik determinacji  $R^2$ , informujący, jaka część zmienności zmiennej objaśnianej została wyjaśniona przez model linii trendu, był relatywnie niski i wyniósł blisko 35%. Oznacza to, że w przypadku przeciętnej spółki giełdowej nie można wnioskować o istnieniu silnego trendu liniowego (zarówno wzrostowego, jak i spadkowego) cen akcji. W tym aspekcie wyniki badań uzyskane dla wspomnianych 12 przedsiębiorstw można uznać nie tylko za najlepsze, ale również za wyjątkowe na tle całej populacji.

Spółki, które cechowały się w badanym okresie najsilniejszym trendem wzrostowym kursu akcji to: Wawel (współczynnik korelacji  $R^2$  równy 0,7489), Integer.pl (0,8986), LPP (0,7279), Mirbud (0,9149), Ipopema Securities (0,8810), Mennica Polska (0,8778), TU Europa (0,8393), Cormay (0,8022), Bogdanka (0,7883), Eurocash (0,7794), Budimex (0,7323), Kernel (0,7066). Wymienione przedsiębiorstwa zostały uwzględnione w dalszym etapie prac badawczych dotyczących m.in. źródeł wartości rynkowej, w tym roli splitu, skupu własnych akcji oraz dywidendy w celu kształtowaniu wzrostowego kursu akcji.

### **3. Znaczenie dywidendy oraz operacji podziału i skupu własnych akcji w kształtowaniu kursu papierów wartościowych spółek charakteryzujących się silnym trendem wzrostowym w długim okresie**

Na podstawie przeprowadzonych analiz stwierdzono, że spółki o wieloletnim silnym trendzie wzrostowym nie kształtują kursu giełdowego za pomocą podziału akcji (por. tab. 1).

Żadna ze zidentyfikowanych spółek nie przeprowadziła operacji splitu w okresie badawczym. Wyniki te nie dziwią – podział akcji zaburzyłby trend wzrostowy ich kursu i w rezultacie najprawdopodobniej taka spółka nie zostałaby wykazana w grupie przedsiębiorstw w największym stopniu spełniających przyjęte w niniej-

---

<sup>1</sup> Wyniki analiz statystycznych populacji składającej się z 726 przedsiębiorstw zaprezentowano na Seminarium Naukowym nt. „Kształtowanie wartości spółek giełdowych. Perspektywa polskiego rynku kapitałowego”, Wojskowa Akademia Techniczna, Instytut Organizacji i Zarządzania, ZIZ, Warszawa, 25 maja 2011 r.

szych badaniach kryteria wyboru. Negatywnego wpływu podziału akcji na ich kurs zapewne nie ograniczyłyby również ewentualne anomalie cenowe, tj. notowany w wielu przypadkach ponadprzeciętny wzrost cen w okresie między ogłoszeniem splitu a jego rzeczywistą realizacją.

*Tabela 1. Aktywność spółek o najsilniejszym trendzie wzrostowym kursu akcji w zakresie skupu i podziałów akcji oraz dywidend w okresie od debiutu giełdowego do 2011 r. włącznie*

Lp.	Nazwa spółki	Split	Dywidenda na 1 akcję				Nabycie akcji własnych (buy back)		
			Tak/Nie	Za okres	Kwota	Stopa	Tak/Nie	Data	Cel
1	LPP	Nie	Tak	2009	50,00 zł	2,76%	Tak	2008	Przekazanie akcji udziałowcom przejmowanych firm
				2010	77,57 zł	3,94%			
				2011	77,36 zł	2,50%			
2	TU Europa	Nie	Tak	2010	10,59 zł	5,12%	Tak	2011	Realizacja programu opcji menedżerskich
3	Cormay	Nie	Nie	.	.	.	Nie	.	.
4	Budimex	Nie	Tak	2008	5,84 zł	7,79%	Nie	.	.
				2009	6,80 zł	6,57%			
				2010	9,08 zł	8,97%			
				2011	10,97 zł	13,54%			
5	Mirbud	Nie	Nie	.	.	.	Nie	.	.
6	Kernel	Nie	Nie	.	.	.	Nie	.	.
7	Ipopema	Nie	Tak	2008	0,34 zł	4,91%	Nie	.	.
				2009	0,52 zł	3,65%			
				2011	0,52 zł	7,58%			
8	Integer.pl	Nie	Nie	.	.	.	Nie	.	.
9	Wawel	Nie	Tak	2007	7,00 zł	4,26%	Tak	2003	Wydanie pracownikom akcji
				2008	10,00 zł	3,86%			
				2009	10,00 zł	2,92%			
				2010	10,00 zł	2,04%			
				2011	11,00 zł	2,07%			
10	Bogdan-ka	Nie	Tak	2010	1,40 zł	1,26%	Nie	.	.
				2011	4,00 zł	3,23%			

Lp.	Nazwa spółki	Split	Dywidenda na 1 akcję				Nabycie akcji własnych (buy back)		
		Tak/Nie	Tak/Nie	Za okres	Kwota	Stopa	Tak/Nie	Data	Cel
11	Eurocash	Nie	Tak	2005	0,16 zł	2,67%	Tak	2009	Realizacja programu motywacyjnego
				2006	0,23 zł	2,10%			
				2007	0,30 zł	2,40%			
				2008	0,30 zł	2,91%			
				2009	0,37 zł	1,83%			
				2010	0,37 zł	1,26%			
				2011	0,18 zł	0,46%			
12	Mennica	Nie	Tak	2000	0,75 zł	21,74%	Tak	2009	Umorzenie
				2001	1,00 zł	38,02%			
				2003	1,00 zł	13,83%			
				2004	5,77 zł	72,12%			
				2005	2,00 zł	26,99%			
				2006	2,50 zł	22,34%			
				2007	4,00 zł	31,77%			
				2008	5,00 zł	34,72%			
				2010	0,26 zł	bd			

Źródło: Opracowanie własne na podstawie:

<http://bossa.pl/analizy/splity/>, [http://finanse.wp.pl/gieldadywidendy.html?mq=&sector=&isin=&ti-caid=1139d8&\\_tlicrsn=5#filtrT1](http://finanse.wp.pl/gieldadywidendy.html?mq=&sector=&isin=&ti-caid=1139d8&_tlicrsn=5#filtrT1); <http://www.money.pl/gielda/komunikaty/>; <http://www.stockwatch.pl/gpw/> (z dnia 13.10.2014 r.).

Powody, dla których spółki nie decydowały się na wykorzystanie tego rodzaju instrumentu mogą być różne. Najbardziej oczywistą przyczyną jest relatywnie niska cena akcji, co sprawia, że nie ma potrzeby poprawy płynności handlu akcjami na rynku giełdowym. Ocenia się, że cena zaporowa, powyżej której inwestorzy ograniczają swoje zainteresowanie akcjami, wynosi 200 zł (Kazimierzczak, 2010). To granica psychologiczna, inwestorom podświadomie łatwiej się przekonać do zakupu akcji, których cena jest niższa. W populacji badanej kursy jedynie trzech spółek przekroczyły wspomnianą barierę (TU Europa, LPP, Wawel). Ceny akcji pozostałych przedsiębiorstw były zdecydowanie niższe. Kursy Ipopemy, spółek Eurocash i Cormay kształtowały się poniżej 35 zł, Mirbudu – poniżej 5 zł, a przedsiębiorstw Integer.pl, Budimex, Kernel, Bogdanka, Mennica oscylowały pod koniec okresu badawczego w granicach 70-140 zł. Drugim powodem braku zainteresowania przeprowadzeniem splitu są ograniczenia natury prawnej. Wiceprezes LPP deklarował, że spółka, mimo bardzo drogiej akcji (w 2011 r. pod koniec okresu badawczego osiągnęły poziom 2200 zł, a w 2014 r. – 10 000 zł) w ogóle nie rozważa możliwości podziału swoich walorów z uwagi na wątpliwości dotyczące utrzymania uprzywile-

jowania w zakresie liczby głosów po dokonaniu splitu (Kazimierczak, 2010). Trzeci powód jest związany z tworzeniem wizerunku spółki kreującej wartość, dbającej o utrzymanie wzrostowego trendu kursu akcji w długim okresie. W tym aspekcie dokonanie splitu nie wpłynęłoby pozytywnie na wykres zmian cen akcji w czasie. Realizacja takiej strategii wymaga jednak stabilnego zarządu – rotacja na głównych stanowiskach w firmie nie będzie sprzyjała zachowaniu ciągłości wspomnianej polityki. Pod tym względem wyróżnia się spółka Wawel, której skład zarządu od 2001 r. nie uległ zmianie. Podobnie jest w przypadku spółki LPP – jej założyciele kontrolują do dziś firmę i koordynują jej działalność.

Zdecydowanie większą aktywność wykazały spółki w zakresie polityki dywidendowej, co jest zrozumiałe, gdyż dla wielu inwestorów wypłata dywidendy jest jedną z głównych przesłanek zakupu akcji. Za pomocą dywidendy spółki mogą zatem pośrednio wpływać na trend kursu akcji. W badanym okresie (w którym uwzględniono również cały 2011 r.) 8 z 12 przedsiębiorstw podzieliło się zyskami z akcjonariuszami. W tej grupie aż 5 spółek było notowanych na giełdzie co najmniej 10 lat, maksymalnie lat 16 (LPP, TU Europa, Budimex, Wawel, Mennica), a tylko 3 spółki były względnie nowe (notowane na giełdzie 2 lata – Ipopema i Bogdanka oraz 6 lat – Eurocash). Połowa spółek po raz pierwszy uchwaliła dywidendę dopiero w latach 2008-2011. Najwięcej razy zyskiem dzieliła się Mennica – do 2011 r. aż dziewięciokrotnie, a pierwsza dywidenda została uchwalona za 2000 r. Wielokrotnie na podział zysku między akcjonariuszy decydował się również Eurocash, mimo że jego staż giełdowy był relatywnie krótki (notowany od 2005 r., pierwsza dywidenda w 2007 r.). Stopa dywidendy uchwalana była na różnym poziomie, jej wysokość zazwyczaj nie przekraczała kilku procent ceny rynkowej akcji, ale była wyższa w porównaniu do średniej stopy dywidendy wypłacanej przez spółki notowane na polskiej giełdzie w latach 1999-2004 nie przekraczającej 2% (Suszyński, 2007, s. 201). Wyjątek stanowiła dywidenda Mennicy – spółka znana jest z polityki aktywnego kształtowania kursów akcji za pomocą m.in. skupów akcji własnych w celu umorzenia oraz z transferu zysków do akcjonariuszy. W tym przypadku stopa dywidendy w badanym okresie kształtowała się na bardzo wysokich poziomach – od 13,83% do 72,12%. Przy tak korzystnym podziale zysku nie dziwi znaczne zainteresowanie akcjami spółki i w rezultacie wzrost jej kursu w czasie. Troskę o wzrost wartości spółka przejawiała również w trudniejszym dla siebie okresie. Kiedy w 2011 r. nie udało się spółce wypracować satysfakcjonującego poziomu zysków, dywidenda nie została wypłacona, tylko zasilila kapitał zapasowy. Decyzja ta była wynikiem poparcia przez głównych akcjonariuszy proinwestycyjnej polityki zarządu, mającej skutkować wzrostem wartości akcji (Roguski, 2012).

Analizy potwierdziły, że badane spółki stosowały buy back, mogły zatem również w ten sposób wpłynąć na kształtowanie długookresowo wzrostowego trendu kursu swoich akcji. Intensywność tych działań nie była jednak duża – 3 spółki przeprowadziły tego typu operacje jednorazowo – w 2003 r. w niewielkim zakresie – Wawel, w 2008 r. LPP i w 2009 r. Eurocash. Jedynie Mennica przeprowadzała



buy back wielokrotnie – w latach 2009-2011 i w tym przypadku można przypuszczać, że skup akcji jest jednym z celowych zabiegów (obok np. polityki dywidendowej) podejmowanych na rzecz m.in. kształtowania wzrostowego trendu kursu akcji. Mennica za każdym razem przeprowadzała buy back w celu umorzenia nabytych akcji, co skutkowało zmniejszeniem ich liczby w wolnym obiegu, a co za tym idzie wzmocnieniem wartości pozostałych akcji i siły poszczególnych akcjonariuszy. Z kolei Eurocash oraz TU Europa stosowały wykup w celu realizacji programu motywacyjnego dla menedżerów – w takim przypadku akcje były nabywane po cenie rynkowej przez spółkę, a następnie przekazywane uprawnionym członkom zarządu lub kierownictwu niższego szczebla. Oprócz wymienionych trzech spółek, jeszcze tylko LPP zdecydował się na buy back. Jego celem było przekazanie akcji m.in. właścicielom spółki Artman, którą LPP przejął w 2008 r. Łącznie LPP wydał na skup akcji blisko 50 mln zł i była to kwota znacznie przewyższająca wartość transakcji pozostałych spółek (TU Europa – ok. 700 tys. zł, Eurocash – ok. 1,1 mln zł, Mennica – ok. 30 mln zł).

## Wnioski

Na pytanie postawione w pracy należy odpowiedzieć twierdząco – w rzeczywistości istnieją spółki, które charakteryzują się wieloletnim, mierzonym od dnia debiutu giełdowego silnym trendem wzrostowym kursu akcji. Należy jednak dodać, że takich przypadków jest niewiele. W badanej populacji 140 przedsiębiorstw notowanych w minionym dwudziestolecu (1991-2011) na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie taką cechą wykazało się jedynie 12 spółek. Dla inwestorów nie oznacza to jednak, że strategia wieloletnich inwestycji nie jest efektywna. Na kurs akcji ma wpływ bowiem wiele czynników, które mogą spowodować obniżenie kursu z przyczyn związanych z osiągniętymi wynikami, perspektywami działalności w danej branży, zmianą czynników otoczenia i in., ale także z przyczyn formalnych, nie obniżających wartości spółek, związanych ze stosowaniem mechanizmu splitu. Z drugiej strony w ten sam sposób spółki mogą kreować trend wzrostowy notowań – stosując zachęty dla akcjonariuszy w postaci wypłaty dywidend oraz skupując akcje własne. Przeprowadzona analiza wykazała, że dwie trzecie spółek, które cechowały się silnym trendem wzrostowym kursu akcji, regularnie wypłacały dywidendę. Jednocześnie żadna z nich nie zdecydowała się na przeprowadzenie splitu, który co prawda nie wpłynąłby ujemnie na wartość spółki, ale zaburzyłby wzrostowy trend kursu akcji. Nie można jednak z całą pewnością stwierdzić, że motywem, dla którego podział akcji nie był dokonywany przez badane spółki, była troska o utrzymanie wzrostu kursu. W przypadku większości spółek nie nastąpiły przesłanki formalne do dokonania splitu, tzn. cena ich akcji była relatywnie niska. Jedna spółka, której *nota bene* akcje były najdroższe na giełdzie w badanym okresie, nie deklarowała podziału z uwagi na niejasną sytuację prawną i niebezpieczeństwo utraty kontroli przez głównych akcjonariuszy – założycieli przedsiębiorstwa.

Skup własnych walorów z rynku był z umiarem stosowany przez wybrane do badań spółki lub w ogóle nie miał miejsca w badanym okresie. Jedynie Mennica regularnie przeprowadzała buy back i umarzała w ten sposób nabyte akcje, co mogło istotnie wpływać na wzrost jednostkowych cen akcji. Podobnie regularnie wypłacana przez Mennicę, bardzo duża w porównaniu do pozostałej badanej populacji przedsiębiorstw, dywidenda mogła istotnie zachęcać do inwestowania w walory tej spółki i tym samym wpływać na wzrost kursu w czasie.

Podsumowując, niewiele przedsiębiorstw jest zdolnych do kształtowania silnego trendu zwykłego kursu akcji w długim, wieloletnim okresie. Z przeprowadzonych badań wynika, że spółki, które cechują się takim trendem, nie przeprowadzają operacji podziału akcji, chętnie jednak wypłacają dywidendy, a niektóre skupują akcje własne i tym samym mogą krótkookresowo wpływać na wzrost kursu. Utrzymanie trendu wzrostowego w długim okresie wymaga silnych podstaw ekonomicznych prowadzonej działalności rynkowej.

### **BUY BACK, SPLIT, DIVIDEND AND SHARE PRICE. THE EVIDENCE FROM COMPANIES LISTED ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE**

**Summary:** The article presents the results of research, whose aim was to determine how companies build trend of shares in the long term, including the role of dividend, stock split and stock buy back. The analysis includes the data of companies listed on the Warsaw Stock Exchange.

**Keywords:** stock price, shares, dividend, split, buy back, stock market

#### BIBLIOGRAFIA

- [1] BUCZEK S.B., 2006, *Efektywność informacyjna rynków akcji. Teoria a rzeczywistość*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.
- [2] GRAHAM B., 2007, *Inteligentny inwestor*, Wydawnictwo Studio Emka, Warszawa.
- [3] KAZIMIERCZAK A., 2010, *Przedsiębiorstwa nie planują podziału drogich akcji*, Gazeta Giełdy Parkiet, 13 grudnia.
- [4] MICHAELY R., THALER R., WOMACK K., 1995, *Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreactions Or Drift?*, Journal of Finance, Vol. 50.
- [5] MURAWSKA M., 2011, *Kształtowanie cen akcji przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie – perspektywa minionego dwudziestolecia*, Zarządzanie wartością przedsiębiorstw, 4/6.
- [6] MYSIOR J., SAMCIK M., 2012, *Rabobank ogłosił wezwanie do sprzedaży akcji BGŻ. Płaci 72,5 zł*, Gazeta Wyborcza, 12 kwietnia.
- [7] ROGUSKI A., 2012, *Bez dywidendy w Mennicy*, Gazeta Giełdy Parkiet, 14 czerwca.
- [8] SZABLEWSKI A., TUZIMEK R (red.), 2006, *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa.
- [9] SUSZYŃSKI C. (red.), 2007, *Przedsiębiorstwo – wartość – zarządzanie*, PWE, Warszawa.