

Katarzyna Mamcarz

Wykup akcji własnych spółki jako instrument sygnalizacji

Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 46/4,
549-558

2012

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

KATARZYNA MAMCARZ

Wykup akcji własnych spółki jako instrument sygnalizacji

Share repurchase as a signalling instrument

Słowa kluczowe: asymetria informacji, hipoteza sygnalizacji, instrumenty sygnalizacji, wykup akcji, ponadprzeciętne stopy zwrotu, efekt presji cenowej

Key words: asymmetric information, signalling hypothesis, signalling instruments, share repurchase, abnormal returns, price pressure effect

Wstęp

Wykup akcji własnych (*share buy-back*, *stock repurchase*) stanowi jeden z trzech instrumentów, oprócz wypłaty dywidendy i obniżki wartości nominalnej akcji, służących spółce do przekazywania akcjonariuszom nadwyżek kapitału przekraczających jej możliwości inwestycyjne. W literaturze najczęściej miejsca poświęca się wykupom akcji i dywidendzie. Na światowych rynkach kapitałowych obserwuje się jednak wzrost wykupów akcji kosztem wypłat dywidend, co jest skutkiem m.in. zmian regulacji prawnych, które wcześniej utrudniały te transakcje spółek. Dotyczy to także Polski – od momentu ukazania się znowelizowanego Kodeksu spółek handlowych. Dla określenia transakcji wykupu akcji własnych używa się tu pojęcia „nabycie własnych akcji”. Gospodarcze znaczenie wykupów akcji jest zarówno w literaturze, jak i w praktyce oceniane pozytywnie. Istnieje również zgodność co do tego, że jeżeli spółka nie znajduje rentownych możliwości inwestycyjnych dla swojego kapitału, to powinna go uwolnić, aby został przekazany do przedsiębiorstw, w których będzie efektywniej zastosowany. Wykupy akcji są równocześnie ważnym instrumentem komunikacji spółek akcyjnych z inwestorami. Umożliwiają one spółkom, zgodnie

z hipotezą sygnalizacji, wysyłanie pozytywnych informacji na rynek kapitałowy, przyczyniając się do zmniejszenia asymetrii informacji.

1. Komunikacja spółek z inwestorami za pomocą ogłoszenia wykupu akcji własnych

Zarząd spółki przez ogłoszenie programu wykupu akcji przekazuje pośrednio rynkowi kapitałowemu pozytywne informacje o nowej sytuacji spółki i perspektywach jej rozwoju na przyszłość. Jest to sygnał, że najlepszą inwestycją są akcje własnej firmy. Informacja ta oznacza także, iż spółka dysponuje nadwyżką środków płynnych, które w momencie podejmowania decyzji nie mogą zostać wystarczająco efektywnie zainwestowane w spółce. Zarząd sygnalizuje nie tylko ogólnie jej potencjał ekonomiczny i wystarczające wyposażenie w kapitał własny, ale także dążenie do optymalnego udostępnienia wartości na rzecz akcjonariuszy, inaczej politykę wypłacania środków dla akcjonariuszy. Wykup akcji jest dowodem na optymizm zarządu, świadczy o jego przekonaniu o korzystnych perspektywach rozwoju. Problem stanowi to, jak ogłoszenie wykupu akcji zostanie odebrane przez rynek kapitałowy. Informację o wykupie traktuje się zwykle jako bardziej wiarygodny sygnał w porównaniu z szeroko prowadzoną kampanią informacyjną¹.

Wykupy akcji oznaczają zmianę struktury kapitału na korzyść wzrostu udziału kapitału obcego. Wzrost stopnia finansowania kapitałem obcym w wyniku wykupów akcji jest sygnałem świadczącym o wysokiej jakości spółki. Dobre spółki, niezależnie od poziomu ryzyka i branży, wykazują wysoki udział kapitału obcego, podczas gdy spółki słabe mają więcej kapitału własnego. Te, które finansują się kapitałem obcym zamiast własnym, sygnalizują rynkowi kapitałowemu wysokie przyszłe zyski, którymi nie chciałyby się podzielić z innymi akcjonariuszami. Odwrotnie, emisja nowych akcji oznacza gotowość podzielenia się przez spółkę przyszłymi zyskami i tylko słabe spółki, które prognozują spadek zysków, skłonne są to uczynić. W ten sposób wykupy akcji stają się wiarygodnym sygnałem, ponieważ struktura kapitału nie może być imitowana przez „słabe” spółki. Wykupy akcji, jako transakcje prowadzące do zwiększenia dźwigni finansowej, stanowią dobry sygnał dla rynku i wywołują pozytywne reakcje dotyczące kursów akcji².

Istniejąca asymetria informacji między zarządem spółki a akcjonariuszami odnośnie do prawdziwej wartości spółki powoduje, że akcje mogą być niedoszacowane lub przeszacowane. Na podstawie aktualnego zasobu informacji akcjonariusze nie mogą jednak tego ocenić, ponieważ nie mają dostępu do prywatnych danych. Jeżeli oceniają oni spółkę zbyt nisko, to przez wykup akcji zarząd może przekazać im

¹ A. Rutkowski, *Czy warto dokonywać wykupy własnych akcji*, „Biuletyn Rachunkowości i Finansów” 2007, nr 17, s. 3.

² A. Velti, *Aktienrückauf*, Versus Verlag, Zürich 2001, s. 47.

posiadane informacje i związany z tym potencjał wzrostu zysku. Ponieważ zarząd przez ogłoszenie wykupu akcji sygnalizuje rynkowi kapitałowemu niepublikowane dotychczas informacje, oznacza to, że akcje przed ogłoszeniem wykupu musiały być niedoszacowane o wartość prywatnych informacji. Zarząd sygnalizuje wtedy możliwe niedoszacowanie akcji³. Poprzez wykup akcji o cenie niższej od wartości wewnętrznej zarząd wysyła rynkowi kapitałowemu jasny sygnał o podjęciu działań na rzecz powiększenia majątku akcjonariuszy kosztem dbałości o własną pozycję i prestiż. Ta pozytywna wiadomość, której adresatem są obecni akcjonariusze i potencjalni inwestorzy, powoduje wzrost szacowanych wielkości zysków przyszłych i przekłada się na wzrost cen akcji⁴.

Podanie do wiadomości publicznej, przez ogłoszenie wykupu akcji, nieznanych dotychczas informacji musi znaleźć wyraz w nowej wycenie spółki przez rynek. Jeżeli zarząd spółki przekazuje prywatne informacje, to rynek na ich podstawie musi akcje na nowo wycenić, co powoduje reakcje kursów. Warunek skuteczności sygnału stanowi jego wiarygodność. Jest ona pozytywnie skorelowana z udziałem zarządu w spółce, wysokością premii w stosunku do aktualnego kursu giełdowego oraz wolumenem wykupu akcji⁵. Są to istotne czynniki, które jednocześnie mogą wzmocnić skuteczność sygnału. O sile sygnału przekazywanego na rynek akcji decyduje również szereg innych czynników. Ich identyfikacja musi uwzględniać fakt, że wykup akcji jest nadzwyczajnym wydarzeniem w funkcjonowaniu spółki oraz że istnieją inne instrumenty przekazywania informacji o spółce oraz sposoby dokonywania płatności na rzecz akcjonariuszy.

Wykupy akcji, oprócz wymienionych przykładów sygnałów pozytywnych, mogą być również postrzegane przez akcjonariuszy negatywnie. Może to bowiem oznaczać, że spółka nie widzi możliwości lokowania wolnych środków w rentowne projekty inwestycyjne, co oznacza nikle szanse na rozwój. Jeśli istniałoby niebezpieczeństwo negatywnej interpretacji sygnału, to w celu ograniczenia jego ujemnych dla spółki skutków powinna ona raczej nabyć udziały w innych spółkach, niż dokonywać wykupów akcji⁶.

2. Metody wykupu akcji własnych

Spółki, decydując się na wykup akcji, stosują różne metody. Dwie podstawowe polegają na wykupie na rynku giełdowym oraz pozagiełdowym. Wśród pozagiełdowych wykupów akcji wymienia się następujące: oferta publicznego wykupu akcji (wykup

³ M. Jagannatham, C. Stephens, *Motives for Multiple Open-Market Repurchase Programms*, „Financial Management” 2003, no. 32, s. 74.

⁴ G. Arnold, *Inwestowanie w wartość*, Państwowe Wydawnictwo PWN, Warszawa 2010, s. 229.

⁵ 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” 1999, no. 4, s. 1245.

⁶ U. Seifert, *Aktienrückäufe in Deutschland*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden 2006, s. 71.

po cenie stałej, aukcja holenderska), wykup za pomocą instrumentów pochodnych (wykup za pomocą opcji sprzedaży oraz opcji kupna), wykup przez negocjowanie z inwestorami. Poszczególne metody wykupu mają charakterystyczne cechy, które mogą służyć jako kryterium ich oceny przede wszystkim z punktu widzenia spółki, ale także akcjonariuszy biorących udział w programie (tabela 1).

Tabela 1. Metody wykupu akcji własnych

Kryterium	Metody wykupu akcji				
	Giełda	Cena stała	Aukcja holenderska	Opcje	Wykup negocjowany
Zmienne obserwowane przez rynek	Proces wykupu nieobserwowany. Wnioski na podstawie wolumenu obrotu możliwe	Cena wykupu Maksymalny wolumen wykupu. Moment realizacji programu	Minimalna i maksymalna cena wykupu. Maksymalny wolumen wykupu. Okres realizacji wykupu	Cena wykupu. Wolumen wykupu. Okres realizacji wykupu	Transakcje nieobserwowane przez rynek
Transparentność	Bardzo mała	Duża	Duża	Duża	Bardzo mała
Premia	Nie	Tak	Tak	Tak	Zmienna
Koszty realizacji	Średnie	Duże	Duże	Bardzo duże	Małe
Równość w traktowaniu akcjonariuszy	Tak	Możliwa	Tak	Tak	Nie
Możliwość niezrealizowania wykupu	Nie	Tak	Nie	Tak	Tak

Źródło: opracowanie własne na podstawie P. Lütolf, *Kurseffekte von Aktienrückkäufen*, Verlag Universität Freiburg, Freiburg (Schweiz) 2004, s. 50; A. Velti, *op. cit.*, s. 27.

Na rynku kapitałowym w Polsce spółka może dokonywać wykupu akcji własnych w dwojaki sposób:

- na otwartym rynku (na giełdzie) na ogólnych zasadach obowiązujących wszystkich inwestorów poprzez składanie zleceń kupna,
- przez ogłoszenie wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji.

Interesująca nas tu metoda wykupu za pośrednictwem giełdy albo inaczej wykup na wolnym rynku (*open-market stock repurchase*) jest dominująca i powszechnie stosuje się ją na rynkach światowych. Istota wykupu polega na tym, że spółka nie występuje sama na giełdzie jako kupujący, lecz zleca wykup akcji biuram maklerskim i stąd nie jest znana sprzedającym akcjonariuszom. Spółki podają jednak najczęściej w raportach okresowych informacje o zamiarze nabycia w danym czasie określonej liczby akcji oraz na temat przebiegu wykupu. Metoda ta charakteryzuje się wysoką elastycznością

cią odnośnie do wolumenu, ceny i czasu realizacji wykupu⁷. Z reguły wykup akcji jest realizowany stopniowo w ciągu dłuższego okresu i może być rozłożony na kilka miesięcy lub nawet lat. Zarząd ma tu dużą swobodę w przeprowadzaniu transakcji, gdyż może decydować o czasie wykupu lub nawet przerwać realizację wykupu, gdy uzna, że będzie on drogi. Wykup na giełdzie jest dla spółki korzystny, gdyż to metoda prosta i relatywnie tania. Spółka może wykupić akcje po korzystnym kursie, ponieważ nie musi informować akcjonariuszy o wykupie w formie publicznych ogłoszeń, które ewentualnie „windowałyby” kurs w górę, a także dość szybko, bez uprzedniej o tym informacji i związanych z tym kosztów. Metoda ta pozwala spółce na wykorzystanie wahań kursów akcji i nabywanie ich wtedy, gdy ocenia je jako niedowartościowane lub gdy są jej potrzebne w konkretnym celu. Wadą takiej procedury jest jednak to, że w krótkich okresach nie mogą być dokonywane większe wykupy, a rozłożony z konieczności w dłuższym okresie „porcjowany” wykup może być związany z niekorzystnymi dla spółki wahaniami kursów.

3. Ocena skuteczności ogłoszenia programu wykupu akcji przez spółki notowane na GPW w Warszawie

Spółki, dokonując wykupów akcji, kierują się różnymi motywami, które zmieniają się w czasie. W latach sześćdziesiątych i siedemdziesiątych, ze względu na korzyści podatkowe, wykupy stanowiły substytut dywidendy. W latach osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych służyły już bardziej sygnalizowaniu i likwidacji nadmiernej płynności. Z wykupem akcji łączy się jednak najczęściej kilka motywów wzajemnie ze sobą powiązanych.

Ze zidentyfikowanych 71 spółek, które dokonały wykupów akcji na Głównym Rynku GPW, analizie poddano 60 z nich (1 w 2006 r., 4 w 2007 r., 31 w 2008 r., 19 w 2009 r. i 5 w 2010 r.). Wynika stąd, że najczęściej spółek decyzję o wykupie akcji podjęło w 2008 r., czyli w szczytowym okresie kryzysu. Spółki, ogłaszając i dokonując wykupów akcji własnych, kierowały się różnymi motywami (tabela 2).

Z analizy tabeli 2 wynika, że spółki podawały najczęściej kilka powodów ogłoszenia wykupów akcji. Z dziewięciu motywów wymienionych w tabeli najważniejsze były cztery, w następującej kolejności: 1) niedoszacowanie wartości akcji, 2) dążenie do optymalnego udostępnienia wartości na rzecz akcjonariuszy, 3) polityka wypłacania środków na rzecz akcjonariuszy, 4) systemy motywacyjne. Poza jednym motywem (brakiem rentownych projektów inwestycyjnych) przekazywane na rynek informacje są dla inwestorów pozytywne. Ranking podawanych przez spółki motywów odzwierciedla fakt znacznego niedoszacowania akcji w okresie kryzysu na rynku akcji, jak również świadczy o traktowaniu wykupów akcji jako elastycznego instrumentu komunikacji z inwestorami.

⁷ C. Stephens, M. Weisbach, *Actual Share Repurchase in Open-Market Repurchase Programs*, „Journal of Finance” 1998, no. 1, s. 313–314.

Tabela 2. Motywy wykupu akcji własnych

Lp.	Motyw, rodzaj informacji	Liczba odpowiedzi	Spółki (w %)	Ranking
1.	Najlepszą inwestycją są akcje własnej spółki.	3	5,0	9
2.	Wysoki potencjał ekonomiczny spółki.	8	13,3	5
3.	Likwidacja nadmiernej płynności.	7	11,7	6
4.	Dążenie do optymalnego udostępnienia wartości dla akcjonariuszy.	16	26,7	2
5.	Polityka wypłacania środków na rzecz akcjonariuszy.	12	20,0	3
6.	Przekonanie zarządu o dobrych perspektywach rozwoju spółki.	5	8,3	7
7.	Niedoszacowanie wartości akcji.	29	48,3	1
8.	Przeciwdziałanie rozwodnieniu kapitału.	4	6,7	8
9.	Systemy motywacyjne.	10	16,7	4

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółek.

Reakcję inwestorów na ogłoszenie daty rozpoczęcia wykupów akcji, mierzoną wartością ponadprzeciętnych stóp zwrotu obliczonych dla portfela spółek, ilustruje tabela 3⁸.

Tabela 3. Ponadprzeciętne stopy zwrotu dla portfela spółek (MAR) ogłaszających wykup akcji własnych w latach 2006–2010 (w%)

Okna ([0] – dzień ogłoszenia rozpoczęcia wykupu akcji)	Średnia MAR	Min. MAR	Maks. MAR	Odsetek AR > 0
[-60;-1]	0,06	-0,84	1,21	50,31
[-30;-1]	0,11***	-0,56	0,92	50,39
[-10;-1]	0,12	-0,56	0,83	52,50
[-5;-1]	0,18	-0,29	0,81	52,67
[-2;-1]	-0,01	-0,18	0,16	54,17
[0;1]	1,48	0,71	2,24	61,67
[0;4]	0,70***	-0,30	2,24	54,00
[0;9]	0,32	-0,53	2,24	48,17
[0;29]	0,15***	-0,97	2,24	50,50
[0;59]	0,16*	-0,97	2,24	51,61

* $\alpha = 0,01$.

** $\alpha = 0,05$.

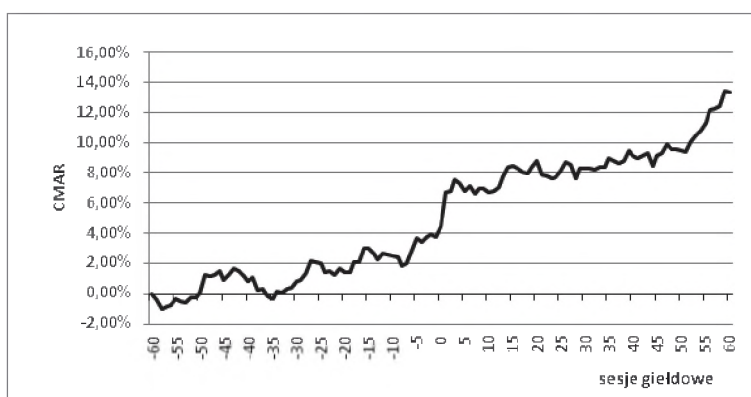
*** $\alpha = 0,1$.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z www.gpwinforesta.pl.

⁸ Ponadprzeciętne stopy zwrotu obliczono na podstawie modelu rynkowego Sharpe'a, przyjmując okno estymacji w liczbie 240 i okno obserwacji w liczbie 60 sesji giełdowych.

Dane zawarte w tabeli wskazują, że inwestorzy w całym okresie, abstrahując od nieznaczącej ujemnej wartości MAR w oknie $[-2;-1]$, reagowali pozytywnie na podanie do wiadomości publicznej daty ogłoszenia rozpoczęcia wykupów akcji. Odsetek $AR > 0$, świadczący także o pozytywnej reakcji inwestorów; poza oknem $[0;9]$ przekraczał 50,0%. W całym oknie $[0;59]$ MAR wyniosła 0,16%, wykazując jednak pewną tendencją spadkową. Widoczny jest również, zwłaszcza na 30 dni przed dniem ogłoszenia rozpoczęcia wykupów akcji, efekt antycypacji przez inwestorów tej wiadomości. Efekt ten względem dnia ogłoszenia utrzymywał się zatem dość długo, aż do okna $[-5;-1]$ włącznie. Należy to potraktować jako pozytywną odpowiedź inwestorów na informację o wykupie, która była im znana na podstawie podjętej wcześniej uchwały WZA. Skuteczność instrumentu w tym okresie (przed dniem zero) jest szczególnie warta podkreślenia, ponieważ, jak dowodzi praktyka wykupów akcji na rozwiniętych rynkach akcji, spółki wycofują się niekiedy z programu wykupów lub realizują je w odległym okresie po uchwale WZA; w tym przypadku może wystąpić na rynku wiele zdarzeń, które uniemożliwią inwestorom osiągnięcie zamierzonej stopy zwrotu z inwestycji. Obserwowana pozytywna reakcja inwestorów oznacza zatem wysokie ich zaufanie do informacji zawartej w instrumencie wykupów akcji. Przeciętna reakcja inwestorów po ogłoszeniu daty wykupów akcji była wyższa ($MAR = 0,16\%$) niż przed jej ogłoszeniem ($MAR = 0,06\%$, efekt antycypacji).

W analizie skuteczności sygnału ważna jest również tendencja w kształtowaniu się skumulowanej średniej ponadprzeciętnej stopy zwrotu (rysunek 1).



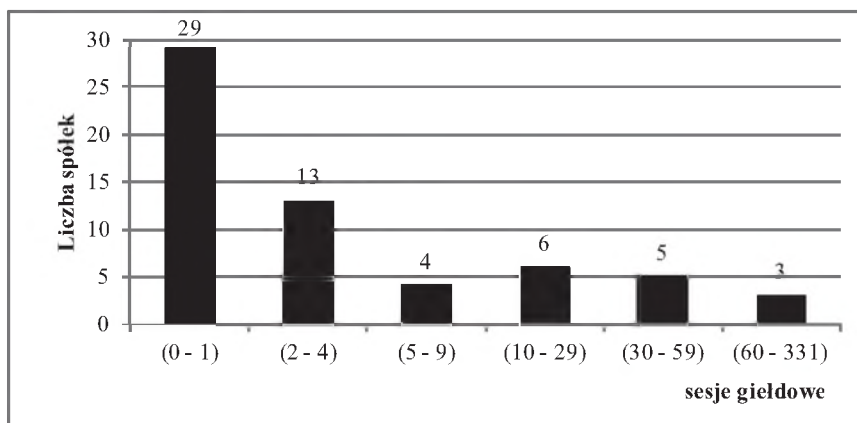
Rysunek 1. Skumulowane ponadprzeciętne stopy zwrotu dla portfela spółek (CMAR) ogłaszających wykup akcji w latach 2006–2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z www.gpwinfostrafa.pl.

Wartość CMAR, pomimo wahań, wykazywała cały czas tendencję wzrostową. W oknie $[0;1]$ nastąpił gwałtowny jej wzrost i dalsza kontynuacja tej tendencji. Wartość CMAR w oknie $[-1;1]$ wyniosła 2,77%, kształtując się na średnim poziomie europejskim. W wybranych krajach europejskich w badaniach przeprowadzonych

dla lat 1990–2005 wskaźnik ten był zróżnicowany i wynosił: 0,21% (Francja), 0,82% (Wielka Brytania), 1,93% (Włochy), 3,58% (Niemcy)⁹.

Ocena skuteczności sygnału wymaga jednak uwzględnienia ewentualnego wpływu na kursy akcji wykupów akcji dokonywanych przez same spółki. Z chwilą podjęcia przez zarząd uchwały o dacie rozpoczęcia wykupu akcji, a zwłaszcza gdy wykup następuje bezpośrednio po tej dacie, istotny wpływ na wartość omawianych mierników mają nie tylko inwestorzy, którzy ogłoszenie traktują jako sygnał do nabywania akcji, ale również sama spółka, występująca w roli nabywcy. Rynek na podstawie wzmożonego popytu na akcje reaguje wzrostem kursu akcji. Tę reakcję określa się mianem efektu presji cenowej (*price pressure effect*). W tym aspekcie istotna jest rozpiętość czasowa między datą ogłoszenia raportu o rozpoczęciu wykupu akcji a datą pierwszych wykupów akcji. Im ta rozpiętość jest większa, tym miernik skuteczności sygnału bardziej wiarygodny, gdyż w mniejszym stopniu jest kształtowany przez efekt presji cenowej (rysunek 2).



Rysunek 2. Rozpiętość czasowa między datą ogłoszenia raportu o rozpoczęciu wykupu akcji (dzień 0) a datą rozpoczęcia realizacji wykupu akcji

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących analizowanych spółek.

Z rysunku 2 wynika, że rozpiętość czasowa między wspomnianymi wyżej datami wahała się w przedziale między 0 a 331 dni. Większość spółek (57, czyli 90,0% badanych) rozpoczęła jednak wykup akcji w przyjętym do analizy okresie, tj. 60 dni po dniu 0. Dotyczy to zwłaszcza okna [0;1], w którym wykup akcji przeprowadziło aż 29 spółek, czyli 48,33% badanych, oraz okna [0;4], w którym wykup akcji zrealizowały 42 spółki, czyli 70,0% badanych. Należy więc przyjąć, że relatywnie wysoka wartość MAR w oknach po dniu 0 oraz gwałtowny wzrost CMAR w oknie

⁹ L. Chun, E. Demissew, G. Kimberly, *An empirical analysis of European stock repurchases*, „Journal of Multinational Financial Management” 2010, no. 20, tab. 3, s. 121.

[0;1] i dalsza kontynuacja wzrostu tego miernika wyrażają nie tylko pozytywną reakcję inwestorów na nowe informacje generowane przez ogłoszenie wykupu akcji, ale również w pewnej mierze aktywność spółki jako inwestora.

Zakończenie

Wykupy akcji są ważnym instrumentem sygnalizacji umożliwiającym spółce przekazywanie inwestorom pozytywnych informacji o perspektywach jej rozwoju. W rezultacie następuje redukcja asymetrii informacji między spółką a inwestorami. Odbieranie tych wiadomości przez inwestorów przejawia się m.in. w reakcjach kursów akcji, a dodatnie ponadprzeciętne stopy zwrotu świadczą o skuteczności wykupów akcji. Analiza tego miernika (także skumulowanych ponadprzeciętnych stóp zwrotu) na przykładzie akcji spółek notowanych na GPW w Warszawie dowodzi, że inwestorzy traktowali wykupy akcji jako sygnał wiarygodny. Ze względu na nieznaczną rozpiętość czasową między datą ogłoszenia raportu o rozpoczęciu wykupu akcji a dniem rozpoczęcia realizacji wykupu akcji w ocenie skuteczności wykupów akcji uwzględniono efekt presji cenowej. Reasumując, hipoteza sygnalizacji na głównym rynku akcji została zweryfikowana pozytywnie.

Bibliografia

1. Arnold G., *Inwestowanie w wartość*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.
2. Chun L., Demissew E., Kimberly G., *An empirical analysis of European stock repurchases*, „Journal of Multinational Financial Management” 2010, no. 20.
3. Comment R., Jarrell G., *The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self Tender Offers and Open-Market Share Repurchases*, „Journal of Finance” 1999, no. 4.
4. Jagannatham M., Stephens C., *Motives for Multiple Open-Market Repurchase Programs*, „Financial Management” 2003, no. 32.
5. Lütolf, P., *Kurseffekte von Aktienrückkäufen*, Verlag Universität Freiburg, Freiburg (Schweiz) 2004.
6. Rutkowski A., *Czy warto wykonywać wykupy własnych akcji*, „Biuletyn Rachunkowości i Finansów” 2007, nr 17.
7. Seifert U., *Aktienrückkäufe in Deutschland*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden 2006.
8. Stephens C., Weisbach M., *Actual Share Repurchase in Open-Market Repurchase Programs*, „Journal of Finance” 1998, no. 1.
9. Velti A., *Aktienrückkauf*, Versus Verlag, Zürich 2001.

Share repurchase as a signalling instrument

The aim of the article is to evaluate the effectiveness of share repurchase announcement as a signalling instrument used by companies quoted on the Warsaw Stock Exchange. By means of this instrument companies provide investors with positive information on their development prospects, thereby reducing the asymmetric information. Investors' reaction was manifested by the changes in the share

prices, while the positive abnormal rates of return are evidence of share repurchase effectiveness and the market perceived them as a reliable signal. Due to slight time discrepancy between the announcement date and the execution date, the price pressure effect was considered while assessing the effectiveness of share repurchase. The signalling hypothesis in the case of share repurchase conducted by companies was verified positively.