

Lesław Pietrewicz

Finansowe strategie giełdowe

Zarządzanie Zmianami : zeszyty naukowe nr 4, 1-19

2011

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.

Lesław Pietrewicz*

Finansowe strategie giełdowe

Streszczenie

Celem pracy jest analiza jednego z obszarów rozwijania strategii giełdowych przez przedsiębiorstwa, obejmującego decyzje finansowe. Na potrzeby artykułu analizie poddano dywidendy gotówkowe i akcyjne, skupy akcji własnych i splity akcji. Przeprowadzone badania pokazały, że wbrew teorii narzędzia te często są wykorzystywane do zwiększania asymetrii informacyjnej między insiderami a zewnętrznymi inwestorami ze szkodą dla tych ostatnich. Dzięki zarządzaniu przepływem informacji spółki giełdowe mogą wywierać systematyczny wpływ na zachowania inwestorów (a w konsekwencji na cenę akcji i strukturę akcjonariatu) i wpływać na pozycję konkurencyjną na rynku akcji i powiązanim z nim rynku kontroli nad przedsiębiorstwami.

Słowa kluczowe: strategie giełdowe, dywidendy, skupy akcji, splity

Wstęp

Odkąd w latach 60. ubiegłego wieku zarządzanie strategiczne wyrosło na samodzielną dziedzinę nauk o przedsiębiorstwie, koncentrowało się na kwestiach gdzie i jak konkurować, rozwijać się i rosnąć. W centrum zainteresowania od początku leżała kwestia budowy trwałej i zyskowej przewagi konkurencyjnej. Już samo słowo „strategia” w naukach o zarządzaniu rozumiane jest jako zintegrowany zbiór działań nakierowanych na uzyskanie trwałej przewagi nad konkurentami.

Za główną arenę walki konkurencyjnej tradycyjnie uznawane są rynki produktów. Prymat tych rynków i nieustanne poszukiwanie nowych sposobów konkurowania i źródeł przewag zaowocowały opracowaniem szeregu teorii przewagi konkurencyjnej, obejmujących: model kluczowych kompetencji przedsiębiorstwa [Prahalad i Hamel 1990, Hamel

i Prahalad 1994], model niepowtarzalnych zasobów, czyli teorię zasobową przewagi konkurencyjnej [Barney 1991], model procesów wyższego rzędu uczenia się [Senge 1990, Dickson 1996], model sieci powiązań [Morgan i Hunt 1994, Gronroos 1996], orientację rynkową przedsiębiorstwa [Kohli i Jaworski 1990, Jaworski i Kohli 1993], teorię wartości marki [Aaker 1991, 2000, Keller 1993], teorię przewagi komparatywnej [Hunt i Morgan 1995, Hunt 1999], model konkurowania na krawędzi [Brown i Eisenhardt 1998], teorię hiperkonkurencji [D’Aveni 1994], teorię konstelacji przewag konkurencyjnych [Ma 1999] i wreszcie „innowację wartości” (ang. *value innovation*), rozpropagowaną następnie jako strategia błękitnego oceanu [Kim i Mauborgne 1997, 2005]. Wymienione powyżej modele różnią się między sobą spojrzeniem na źródła trwałej przewagi konkurencyjnej i poszukują jej w różnych

* Dr Lesław Pietrewicz — Instytut Nauk Ekonomicznych PAN, e-mail: pietrewi@inepan.waw.pl.

obszarach i aspektach funkcjonowania przedsiębiorstw. Jednak każdy z nich przyjmuje za punkt wyjścia dążenie do nadrzędnego celu zapewnienia trwałych satysfakcjonujących wyników finansowych i traktuje przewagę konkurencyjną jako środek jego realizacji. Ostatecznym weryfikatorem wartości owych modeli są zawsze rynki produktów jako główna arena walki konkurencyjnej o zyski.

Pod koniec lat 80. dziedzina zarządzania strategicznego poczyniła istotny krok naprzód, koncentrując się już nie tylko na ocenie bezwzględnej atrakcyjności poszczególnych rynków i biznesów, ale stawiając także pytanie o to, czy i na ile dana firma jest odpowiednim właścicielem danej jednostki biznesowej (operującej i konkurującej na danym rynku) w porównaniu z innymi możliwymi właścicielami. Zaczęto dostrzegać, że jeśli nie jest, w celu maksymalizacji wartości przedsiębiorstwo powinno sprzedać daną jednostkę biznesową nawet jeśli jest fundamentalnie atrakcyjna. Owe nowe podejście odzwierciedla logikę zarządzania wartością, gdzie jako miernik sukcesu strategii uznaje się maksymalizację wartości przedsiębiorstwa w długim okresie. Co jednak najważniejsze, pytanie czy firma jest odpowiednim właścicielem danych jednostek biznesowych oznacza wyjście poza ograniczenie myślenia do rynków produktów. Strategia przedsiębiorstwa, jeśli ma być kompletna, musi umożliwić mu skuteczne konkurowanie na rynku kontroli nad przedsiębiorstwami, gdzie to same jednostki biznesowe są kupowane i sprzedawane, odłączane (*spin-off*) i łączone (M&A). Tym samym rynek kontroli nad przedsiębiorstwami, czyli rynek własności, uznany zostaje za arenę walki konkurencyjnej przedsiębiorstw, a tym samym obszar zainteresowania strategii przedsiębiorstwa.

Zainteresowanie rynkiem własności naturalnie pchnęło zarządzanie strategiczne w kierunku zainteresowania funkcjonowaniem rynku akcji, czego najbardziej wyrazistym przejawem jest koncepcja zarządzania wartością przedsiębiorstwa (*value based management* — VBM), stanowiąca swoistą fuzję świata strategii przedsiębiorstwa i świata finansów. VBM oparte jest na przesłance, że „w sposób jawny lub ukryty u podstaw wszystkich decyzji menedżerskich leży pewien model wyceny. Stąd też w interesie menedżerów jest oparcie decyzji na modelu, który najwierniej odzwierciedla wartość akcji” [Copeland, Koller i Murrin 1995: 70]. Tym samym VBM wyraźnie podporządkowuje tworzenie strategii na rynkach produktów logice wyceny na rynkach akcji. Copeland et al. [1995] twierdzą, że w dzisiejszych czasach przedsiębiorstwa właściwie nie mają wyboru — muszą przyjąć zasadę maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy, w przeciwnym razie bowiem staną wobec presji ze strony rad nadzorczych i aktywizmu inwestorów i prób wrogiego przejęcia. Sytuacja taka oznacza przeorientowanie strategii związane z drastycznym wzrostem znaczenia rynków finansowych i wyników tam osiąganym (czyli kursów akcji) w procesach decyzyjnych w przedsiębiorstwie.

Jak słusznie zauważyli Burgelman i Doz [2001], zdolność długookresowego sprostania wymogom rynków akcji wymaga rozwoju nowych umiejętności tworzenia strategii. Strategia przedsiębiorstwa na rynkach produktów musi być budowana z uwzględnieniem prawdopodobnych reakcji rynków finansowych, a więc proces budowy strategii musi obejmować element zewnętrznej oceny ze strony rynków finansowych. Wyrwkowe analizy dotyczące różnych obsza-

rów funkcjonowania przedsiębiorstw na rynku akcji pokazują jednak, że relacje między funkcjonowaniem rynków finansowych a strategią przedsiębiorstw mają bardziej skomplikowany charakter niż podporządkowanie się dyktatowi owych rynków. Równoległe z rozwijaniem strategii produktowych przedsiębiorstwa giełdowe mogą budować również strategie zorientowane bezpośrednio na rynku akcji i, co ważne, faktycznie to czynią.

Celem niniejszej pracy jest analiza jednego z możliwych obszarów wywierania przez przedsiębiorstwa systematycznego wpływu na zachowania inwestorów, a mianowicie obszaru decyzji finansowych. Na potrzeby tej pracy do decyzji tych zaliczono: dywidendy gotówkowe, skupy akcji własnych, splity akcji i dywidendy akcyjne. Główna teza opracowania mówi, że tak rozumiane decyzje finansowe stanowią jeden z obszarów strategii giełdowych przedsiębiorstw i za ich pomocą spółki giełdowe mogą wywierać systematyczny wpływ na zachowania inwestorów i wpływać na pozycję konkurencyjną na rynku akcji i powiązanim z nim rynku kontroli nad przedsiębiorstwami.

1. Zakres dostępnych działań

Dywidenda stanowi płatność części zysku dokonaną na rzecz udziałowców w gotówce (dywidenda gotówkowa) lub udziałach (dywidenda akcyjna). Nawet jeżeli przedsiębiorstwo nie osiąga zysków, może dokonać takiej płatności z zysków z lat ubiegłych. Skup akcji własnych polega na nabywaniu akcji spółki przez samą spółkę w celu ich umorzenia. Skup może być przeprowadzany na otwartym rynku lub poprzez wezwania do sprzedaży części akcji po z góry ustalonej cenie. Splity akcji polegają na podziale

akcji firmy na mniejsze jednostki, dzięki zmniejszeniu ich wartości nominalnej, z zachowaniem proporcji ich własności. Dywidendy gotówkowe i skupy akcji własnych wiążą się z wypłatą środków akcjonariuszom, a więc nie pozostają obojętne dla struktury kapitałowej przedsiębiorstwa (prowadzą do zwiększenia dźwigni finansowej). Natomiast splity akcji, a także dywidendy akcyjne, sprowadzają się do innego podziału tego samego majątku przedsiębiorstwa, bez żadnych efektów w sferze realnej.

W literaturze finansowej za miarę sukcesu stosowania wymienionych narzędzi przyjmuje się następujące po ich zastosowaniu zachowanie się kursów akcji. Tak rozumiana efektywność poszczególnych instrumentów finansowych zależy od ciężaru, jaki nakładają one na przyszłe przepływy gotówkowe i siły zobowiązania ze strony menedżerów. Tak więc przykładowo ogłoszenie zamiaru skupywania akcji własnych finansowanego długiem powinno mieć większy wpływ na kurs akcji niż ogłoszenie programu skupu akcji identycznej wartości, ale finansowanego z wolnych środków pieniężnych, gdyż gotowość do zaciągnięcia długu demonstruje silne zaufanie zarządu co do bardzo dobrych perspektyw przedsiębiorstwa. Podobnie słabsze reakcje inwestorów wywołują ogłoszenia programów skupu akcji własnych niż zmiany dywidend, co związane jest z tym, że firmy często nie wcielają w życie deklarowanych skupów akcji, co przekłada się na to, że inwestorzy nie przywiązują takiej samej wagi do odstępstw od wypełnienia zobowiązań skupu akcji na rynku, jak do redukcji dywidend [Sanders i Carpenter 2003].

Popularność wymienionych instrumentów jest bardzo różna i podlega odmiennym tendencjom. Bardzo po-

popularnym instrumentem są dywidendy gotówkowe, choć w ostatnich latach jego popularność znacząco spadła. Fama i French [2001] podają, że w latach 1978-1999 odsetek firm płacących owe dywidendy spadł z 67% do 21%. W Stanach Zjednoczonych długoterminowy łagodny trend spadkowy dywidend rozpoczął się faktycznie w czasach Wielkiego Kryzysu na początku lat 30. ubiegłego wieku i trwa do dnia dzisiejszego, zakłócany jedynie krótkoterminowymi wahaniami odzwierciedlającymi poziom koniunktury gospodarczej i giełdowej. Z kolei popularność programów skupu akcji własnych wśród przedsiębiorstw amerykańskich w ostatnich latach silnie wzrosła. „Popularność” wydaje się tu być szczególnie odpowiednim słowem, jako że w słowach Dobbsa i Rehma [2005], skupy akcji własnych stanowią „ostatni krzyk mody”. Według danych Compustat, w okresie 1984-2000 korporacje amerykańskie przeznaczały na skupy przeciętnie 26% swoich rocznych zysków. Ponad 90% z nich dokonywanych było na otwartym rynku, pozostałe w wyniku wezwań do sprzedaży części akcji po z góry ustalonej cenie. W latach 1999 i 2000 po raz pierwszy w historii korporacje amerykańskie przeznaczyły większą część zysków na skupy akcji niż na dywidendy. Popularność skupów wciąż rośnie: w roku 2005 skupiono walory za 349 mld dolarów, po 197 mld dolarów rok wcześniej (jedynie 5 mld w roku 1980), a według najnowszych danych za trzy kwartały 2011 r., 376.5 mld dolarów (przy autoryzowanych przez korporacje na ten rok skupach o wartości 453 mld dolarów)¹, co każe spodziewać się w tym roku kolejnego rekordu.

W przełomowym 2005 r. suma wydana na skupy akcji własnych już o 70% przekraczała kwoty przeznaczone na wypłatę dywidend pieniężnych. Zarysowana prawidłowość wzrostu popularności skupów akcji własnych kosztem dywidend gotówkowych nie jest przypadkowa — Hutchison [2000] podkreśla ich substytucyjny charakter.

Często stosowany instrument stanowią splity akcji. Według wyliczeń Lakonishoka i Leva [1987], w okresie 1963-1982 rocznie 5% do 10% spółek notowanych na NYSE dokonywało splitów, przy czym odsetek ten rósł. Natomiast odsetek firm dających dywidendy akcyjne spadł z 13,5% w 1968 r. do 4,5% w 1982 r. W tym jednak wypadku nie można mówić o wypieraniu dywidend akcyjnych przez splity, pomimo tego, że oba mają charakter bezgotówkowy i prowadzą do zwiększenia liczby akcji przy spadku ich ceny. Lakonishok i Lev [1987] wskazują, że firmy wykorzystujące owe instrumenty znajdują się w zasadniczo odmiennej sytuacji, zaś menedżerowie postrzegają programy dywidend akcyjnych raczej jako tymczasowe substytuty dywidend gotówkowych. Drastycznie malejąca popularność tych programów każe sądzić, że ich efektywność była niewielka.

2. Cele strategiczne

Zasadność podejmowania wymienionych decyzji finansowych związana jest w głównej mierze z występowaniem asymetrii informacyjnej między zarządami przedsiębiorstw a akcjonariuszami. Ze względu na ową asymetrię zarządy mogą podejmować decyzje finansowe w celu przekazania korzystnych informacji

¹ Dane agencji Bloomberg.

akcjonariuszom. Tradycyjnie ujmuje się takie działania w kategoriach „zobowiązań” (sygnałów) służących celowi redukcji asymetrii informacyjnej. Jak jednak będzie pokazane w dalszej części, powszechne okazuje się być wysyłanie przez zarządy sygnałów nieprawdziwych, czego nie sposób określić mianem poprawy podstaw informacyjnych wyceny akcji przez rynek.

Dywidendy. Cele, jakim służą wypłaty dywidend, wyjaśniają dwie teorie. Jedna z nich to teoria wolnych środków pieniężnych wyrosła na teorii agencji. Teoria ta mówi, że gdyby przedsiębiorstwa nie wypłacały nadwyżek środków pieniężnych, ich aktywa i struktura kapitałowa byłyby nieuzasadnione, jako że zatrzymane zyski przedsiębiorstw odnoszących sukcesy przewyższałyby dostępne szanse inwestycyjne. W przypadku braku dywidend firmy takie dysponowałyby znacznymi nadwyżkami gotówki przy niewielkiej lub żadnej dźwigni finansowej, co silnie zwiększałoby możliwości lokowania środków zgodnie z interesem menedżerów, a kosztem interesów akcjonariuszy. Jensen [1986] zauważa, że w sytuacji, gdy cele zarządów różnią się od celów akcjonariuszy, kontrolowanie zachowania menedżerów przy pomocy kontraktów jest mniej efektywne niż wypłata nadwyżek gotówki dla inwestorów. Wypłata dywidend zmniejsza więc koszty agencji. Zgodnie z alternatywną teorią sygnałów (ang. *signaling theory*), przyjmuje się, że wobec oderwania kontroli od własności w nowoczesnym przedsiębiorstwie, menedżerowie dysponują informacjami niedostępnymi dla zewnętrznych akcjonariuszy. Jednym z kluczowych obszarów owej asymetrii informacyjnej jest wiedza na temat oczekiwanych przyszłych przepływów pieniężnych generowanych

przez projekty podejmowane przez zarząd. Dywidendy służą więc jako sygnały zarządów dotyczące perspektyw owych przepływów. Inwestorzy interpretują sygnały dochodzące ze strony zarządów i odpowiednio korygują cenę akcji.

Obie teorie wskazują, że na wzrost dywidend akcjonariusze powinni odpowiedzieć wzrostem kursu akcji, zaś na zmniejszenie — spadkiem kursu. Polityka dywidendowa pozwala więc wpływać na cenę akcji, jednak nie jest to jedyny cel, któremu może służyć. Może ona również wspomagać inne instrumenty zorientowane na kształtowanie bazy inwestorów i różnicowanie korzyści dla różnych ich grup [Pietrewicz 2008], a także, poprzez wygładzanie dywidend między okresami, dopełniać, wspomagać lub kompensować niepowodzenia międzyokresowego zarządzania wynikami, stanowiącego osobny obszar strategii giełdowych przez przedsiębiorstw (decyzje księgowo).

Richardson, Sefcik i Thompson [1986] zauważyli, że zmiana polityki dywidendowej owocuje zmianą bazy inwestorów (jakkolwiek jest ona niewielka), co związane jest z różnicami między inwestorami w zakresie wiedzy i preferencji. Dlatego też dokonując wyboru między alternatywnymi kanałami przekazania nadwyżek gotówki akcjonariuszom, można uwzględnić wpływ poszczególnych kanałów na względną zamożność inwestorów lepiej i gorzej poinformowanych, a w rezultacie także na ich zachowania [Brennan i Thakor 1990].

Hutchison [2000] zauważa, że w celu zapewnienia efektywności sygnałów informacyjnych, regularne dywidendy są najczęściej powiązane z długookresowymi oczekiwaniami dotyczącymi wyników finansowych i koniecznych inwestycji tak, aby wygładzić wpływ krótkookresowych

wahań wyników na wysokość dywidend. Sugeruje to, że dywidendy i zyski są, jak to określa Venkatesh [1989], częściowymi „substytutami informacyjnymi”. Warto zauważyć, że dzięki takiej taktyce dywidendy wykazują mniejszą zmienność niż wyniki finansowe. Prawdopodobnie tę empirycznie potwierdzili już Fama i Babiak [1968] wykazując wygładzanie dywidend (ang. *smoothing*) i w rezultacie ich mniejszą zmienność niż zysków. Dzięki wygładzaniu dywidend firmy mogą wspomagać zarządzanie wyniki lub kompensować ewentualne porażki.

Z kolei jednorazowe dywidendy pełnią, zdaniem Hutchisona [2000], takie same funkcje jak jednorazowe skupy akcji własnych. Uważa się, że są one niezależne od postrzeganych okazji inwestycyjnych przedsiębiorstw i od ich strategii wzrostu, stąd też służą głównie poprawie wskaźników finansowych dzięki zwiększeniu dźwigni finansowej.

Skupy akcji własnych. Cele wprowadzania programów skupów akcji własnych wyjaśniane są najczęściej za pomocą tych samych teorii, co w przypadku dywidend. W literaturze teoretycznej wskazuje się, że firmy przeprowadzają owe skupy aby zasygnalizować lepsze perspektywy dotyczące przyszłych przepływów pieniężnych niż są uwzględnione w bieżących cenach (teoria sygnalizacji). Skupy są w tym ujęciu kosztownym sposobem przekazania dodatkowych informacji rynkowi (mają wartość informacyjną, podobnie jak dywidendy). Alternatywna teoria mówi, że za skupami akcji własnych stoi obniżka wolnych środków pieniężnych w dyspozycji zarządu przedsiębiorstwa. Firmy nabywają akcje własne w celu zmniejszenia potencjału ponoszenia nadmiernych inwestycji przez zarządy [Jensen 1986]. Skupy akcji

własnych dokonywane na otwartym rynku wpływać mogą także na strukturę akcjonariatu, jako że jedni akcjonariusze są bardziej chętni sprzedawać akcje niż inni. Barclay i Smith [1988] sugerują, że skupy przeprowadzane na otwartym rynku dają menedżerom przedsiębiorstw możliwość zmiany struktury akcjonariatu poprzez przejmowanie akcji od niedoinformowanych inwestorów. Pośrednim dowodem na to ma być zaobserwowana przez nich tendencja do powiększania się spreadu w przypadku firm planujących przeprowadzanie skupu. Tak więc przy wyborze formy zwrotu nadwyżki środków przedsiębiorstwa akcjonariuszom należy uwzględniać ów wpływ na strukturę akcjonariatu. Co więcej, oczekiwany (i pożądaný z punktu widzenia decydentów) wpływ na strukturę akcjonariatu stanowić może główny motyw wyboru właśnie tej formy przekazania środków inwestorom.

Hutchison [2000] wskazuje, że jednym z głównych celów skupów akcji własnych jest także poprawa struktury pasywów i uzyskanie optymalnego poziomu dźwigni finansowej. Nadrzędnym celem jest zarządzanie zwrotem na kapitale własnym (ROE), zaś drogą do tego — zarządzanie wskaźnikami finansowymi zawierającymi wartość księgową i ilość akcji. Zarządzanie ROE jest zdaniem tego autora najważniejszym celem skupów akcji własnych w odniesieniu do banków. Do tego celu stosuje się również skupy finansowane długiem. Te same cele można osiągnąć przy pomocy jednorazowych dywidend, jednak programy skupów akcji własnych mają tu przewagę nad dywidendami, gdyż pozwalają uniknąć wprowadzania ich zmienności [Hutchison 2000], co stałoby w sprzeczności z taktyką wygładzania owych dywidend.

Splity i dywidendy akcyjne. Również występowanie splitów akcji wyjaśniane jest przy pomocy dwóch typów hipotez: (1) teorii sygnałów czy sygnalizacji i (2) teorii ceny optymalnej. Zwykle splity dokonywane są przez spółki, które doświadczyły silnego wzrostu zysków i cen akcji.

Głównym celem splitu jest powrót cen akcji do „normalnego” zakresu cen po okresie silnego wzrostu. Docelowa cena po splicie jest funkcją przeciętnej ceny na rynku, przeciętnej w branży i ceny właściwej dla danej spółki [Lakonishok i Lev 1987]. Pogląd, że splity mają na celu utrzymanie cen akcji w pewnym optymalnym przedziale bardzo rozpowszechniony jest zwłaszcza wśród praktyków. Wierzą oni, iż istnieje optymalny przedział dla ceny akcji, który psychologicznie wpływa na decyzje inwestorów przy określeniu ryzyka inwestycji.

Różne źródła podają różne dane oparte na badaniach empirycznych i wyliczeniach teoretycznych. Według Association for Investment Management and Research, zwykle wymieniają one optymalny przedział ceny akcji \$20-\$80 dla Stanów Zjednoczonych. Dlatego też, gdy cena akcji przekracza granicę \$80 wiele przedsiębiorstw przeprowadza tzw. splity akcji. Obok powrotu do typowego zakresu cen, czasami celem może być też sygnalizowanie (*signalling*) spodziewanego wzrostu przepływów pieniężnych. Jeżeli cena akcji spółki po okresie szybkiego rozwoju opuściła optymalny zakres cen, przeprowadzenie splitu tak, aby cena znalazła się z kolei poniżej owego zakresu sugerować ma dalsze perspektywy szybkiego rozwoju firmy. Widać więc, że cele sygnalizacji szybkiego tempa wzrostu w przyszłości i utrzymania ceny akcji w optymalnym przedziale nie wykluczają się wzajemnie, lecz mogą być realizowane jednocześnie.

Natomiast dywidendy akcyjne nie mają na celu przywrócenia cen akcji do „normalnego” zakresu cenowego, o czym świadczy zarówno niska typowa cena przy której są one dawane, jak i względnie niewielki przyrost liczby akcji. Lakonishok i Lev [1987] sugerują, że menedżerowie przeprowadzali te programy jako tymczasowe substytuty dywidend gotówkowych.

Wracając do splitów i przyjmując teorię optymalnego zakresu cen warto zauważyć, że splity pomagać mogą w realizacji strategii kształtowania bazy inwestorów. W szczególności inwestorzy indywidualni dysponujący niewielkimi środkami, preferują akcje o małych wartościach jednostkowych, co umożliwia im nabywanie znacznej liczby akcji w okrągłych pakietach [Lakonishok i Lev 1987]. Możliwość nabywania większych wolumenów akcji pozwala inwestorom indywidualnym czuć się większymi. Dlatego też inwestorzy ci chętniej decydują się na takie inwestycje. Z kolei inwestorzy instytucjonalni niechętnie kupują akcje spółek o niskiej cenie jednostkowej. Stąd też istnieje optymalny zakres cenowy równoważący preferencje tych klas inwestorów [Ibid.].

Menedżerowie zainteresowani posiadaniem szerokiej i zróżnicowanej bazy inwestorów mogą dążyć do wpasowania cen akcji w ów optymalny przedział. Lakonishok i Lev [1987] przywołują wyniki badań ankietowych przeprowadzonych na menedżerach spółek giełdowych przez Bakera i Gallghera, zgodnie z którymi 98,4% respondentów wskazało, że splity ułatwiają drobnym inwestorom nabywanie okrągłych pakietów akcji, zaś 93,7% wskazało na cel utrzymywania ceny w optymalnym przedziale, aby w ten sposób zwiększyć liczbę udziałowców.

Należy zwrócić uwagę, że do uzyskania ceny akcji w optymalnym przedziale, a tym samym kształtowania zrównoważonej bazy inwestorów dojść można nie tylko przy pomocy splitów akcji, ale także dywidend akcyjnych (gdy wyjściowa cena akcji przekracza optymalny przedział), lub odwrotnych splitów gdy cena akcji jest zbyt niska i nie ma szans na jej trwałe zwiększenie innymi metodami.

Na koniec warto poczynić dwie praktyczne uwagi. Po pierwsze, jeżeli zarząd zastanawia się nad najwłaściwszym sposobem zwrócenia inwestorom nadmiaru wolnych środków, warto by przy wyborze albo jednorazowej dywidendy albo jednorazowego programu skupu akcji własnych uwzględnić możliwość osiągnięcia przy tym dodatkowego celu, jakim może być wpływ na notowania akcji i kształtowanie struktury akcjonariatu. Dotyczy to także stosowania — bądź nie — narzędzia splitu, które może być stosowane łącznie z innymi narzędziami finansowymi (i instrumentami w innych obszarach strategii giełdowych) i służyć celom sygnalizacji potencjału wzrostu kursu, ale także kształtowaniu struktury akcjonariatu.

Po drugie, celem zarządzania strukturą akcjonariatu nie musi być jej zrównoważenie — w zależności od oceny swoich mocnych i słabych stron, a także szans i zagrożeń rynkowych („giełdowe SWOT”), w interesie przedsiębiorstw może leżeć nakierowanie taktyk giełdowych na pozyskanie określonej grupy akcjonariuszy kosztem innych. W związku z tym zarządy mogą być zainteresowane, aby cena akcji kształtowała się poniżej (jeśli chcą przyciągnąć akcjonariuszy indywidualnych), lub powyżej (jeśli chcą zakomunikować zainteresowanie instytucjami kosztem inwestorów indywidualnych) typowego zakresu. I tak,

niedokonywanie splitu przez lata i pozwalanie by cena akcji zdecydowanie przekraczała typowy poziom służyć może zakomunikowaniu zainteresowania przede wszystkim gronem w założeniu bardziej racjonalnych i o dłuższym horyzoncie inwestycji inwestorów instytucjonalnych. Z kolei adresowanie akcji głównie do drobnych inwestorów, nie będących w stanie dokonywać rzetelnych analiz sytuacji fundamentalnej emitenta, mających spekulacyjne nastawienie, prowadzić może zarządy spółek do przeprowadzania splitów w sytuacji niskich (w kategoriach bezwzględnych) notowań (w Stanach Zjednoczonych byłoby to, według Lakonishoka i Leva [1987], 10-30 dolarów, z kolei w Polsce notowano przypadki przeprowadzania splitów akcji przy notowaniach na poziomie kilku złotych).

3. Prawidłowości

Dywidendy gotówkowe. Zmiana polityki firm w zakresie wypłacania dywidend wywiera wpływ na ich notowania. Asquith i Mullins [1983] jako pierwsi zbadali wpływ zainicjowania przez spółkę wypłat dywidend gotówkowych na cenę akcji.

Wpływ ten okazał się być silnie dodatni, co zinterpretowane zostało jako sygnalizowanie przez rozpoczęcie wypłat dywidend korzystnych perspektyw dotyczących przyszłych oczekiwanych przepływów pieniężnych. Wynik ten można zinterpretować tak, że rozpoczęcie programu dywidend traktowane jest przez rynek jako prywatna informacja ze strony insiderów.

Wyniki późniejszych badań nie były już tak jednoznaczne. Na przykład Rimbey i Officer [1992] badając wpływ rozpoczęcia wypłat dywidend i rezygnacji z nich zauważyli, że dla jednej trzeciej

badanych firm cena akcji zachowuje się odwrotnie w stosunku do reakcji zakładanych w teorii, czyli spada zamiast rosnąć².

Wątpliwości odnośnie zasadności teorii sygnałów pogłębiają badania dotyczące tego, jakie firmy podejmują się wypłat czy zwiększania dywidend. Przeprowadzane badania wykazały niezbicie, że przedsiębiorstwa zwiększające dywidendy nie charakteryzują się następnie większym wzrostem zysków niż przedsiębiorstwa utrzymujące dywidendy na niezmiennym poziomie. Wypłacanie dywidend jest więc techniką operującą na percepcjach inwestorów i jeżeli stanowi ono sygnał ze strony zarządu, sygnał ten może być fałszywy. Badania statystyczne DeAngelo, DeAngelo i Stulza [2004] potwierdziły natomiast istnienie silnej zależności między decyzją o wypłacie dywidendy a relacją zachowanego zysku do całości aktywów (zmiennie kontrolne obejmowały wielkość firmy, zyskowość, stopę wzrostu, dźwignię finansową, przepływy pieniężne i historię wypłat dywidendy). Co więcej, w ich modelach regresji zachowane zyski wywierały większy wpływ na wysokość dywidend niż zyskowość czy wzrost. Wyniki te potwierdzają więc teorię wiążącą dywidendy z wysokością wolnych środków pieniężnych — inwestorzy reagują pozytywnie nie na sygnał (zwykle fałszywy!) potencjału wzrostu zysków w przyszłości, lecz na redukcję kosztów agencji.

Z kolei wysokość środków przeznaczonych do wypłaty akcjonariuszom wpływa na formę wypłaty. Brennan i Thakor [1990] przeprowadzili badania, które pokazały, że jeżeli w grę wchodzi

stosunkowo niewielkie kwoty, ich wypłata następuje w formie dywidendy, przy dystrybucji większych środków bardziej prawdopodobny jest skup akcji własnych przez firmę na otwartym rynku, zaś przy planach redystrybucji największych środków preferowaną opcją jest wezwanie do sprzedaży określonego odsetka akcji po cenie wyższej niż aktualna cena rynkowa.

Praca Brennana i Thakora zasługuje na uwagę również innego powodu. Mianowicie autorzy ci opracowali model teoretyczny i potwierdzili empirycznie, że sposób redystrybucji nadwyżki środków z przedsiębiorstwa do akcjonariuszy zależy od wypadkowej decyzji inwestorów, nie zaś od arbitralnej decyzji zarządu firmy. Mówiąc dokładniej, propozycję zgłasza oczywiście zarząd, jednak uwzględnia ona prawdopodobne reakcje i preferencje różnych grup inwestorów. Jak wiadomo, decyzja o wypłacie dywidendy czy skupie akcji zależy ostatecznie nie od zarządu, który może tylko zgłosić propozycję podziału zysku firmy, ale od akcjonariuszy, którzy podejmują ją na walnym zgromadzeniu. To między innymi od struktury akcjonariatu zależy poparcie akcjonariuszy dla propozycji zarządu. Upraszczając można powiedzieć, że dywidenda jest tu rozwiązaniem najbardziej sprawiedliwym, gdyż w odróżnieniu od skupów akcji nie daje przewagi inwestorom mającym dostęp do informacji poufnych (insiderom) nad inwestorami zewnętrznymi. W związku z tym inwestorzy zewnętrzni nie muszą się obawiać, że akceptując lub nie propozycję zarządu poniosą stratę na rzecz insiderów, jak to może mieć miejsce w przypadku skupów. Stąd też, jak wykazały te badania, inwestorzy indywidualni

² Badaniu podlegały oczywiście reakcje rynku na ogłoszenia dywidend, nie na upływ terminu przyznania dywidendy.

preferują dywidendy niż skupy. Ponieważ reakcją w tym drugim przypadku jest albo zachowanie akcji, albo ich sprzedaż, skupy wpływają na strukturę akcjonariatu. Można dodać, że na strukturę tę wpływać też mogą dywidendy, co jednak nie wynika z modelu Brennana i Thakora [1990], ale związane jest z ogólnymi preferencjami inwestorów (np. z jednej strony spółki stabilne, płacące wyższe dywidendy, a z drugiej wzrostowe, szybciej się rozwijające). Tak więc dywidendy mogą zarówno wpływać na, jak i zależeć od struktury akcjonariatu.

Bardzo ważnym aspektem struktury akcjonariuszy, wpływającym na wypłacanie dywidend, jest udział insiderów w akcjonariacie. Ponieważ kwestie własności insiderów nie są osobno omawiane w niniejszym artykule, warto przynajmniej nadmienić, że ich udział w akcjonariacie może pełnić funkcję łączenia interesów menedżerów z interesami akcjonariuszy. Morck, Shleifer i Vishny [1988] wskazują więc, że można by oczekiwać efektu substytucji między zaangażowaniem finansowym insiderów a dywidendami, gdzie stopa dywidendy (*dividend ratio*) byłaby negatywnie skorelowana z udziałem insiderów w akcjonariacie. Ich badania na danych amerykańskich wykazały jednak, że relacja między udziałem insiderów w akcjonariacie a ceną rynkową przedsiębiorstwa ma charakter nieliniowy, jako że na wyższych poziomach zaangażowania insiderów występuje efekt „okopania się” (ang. *entrenchment*). Oznacza on, że po osiągnięciu przez insiderów pewnego poziomu zaangażowania w kapitale, dalsze zwiększanie udziałów pogarsza koszty agencji (co związane jest z odmiennym podejściem do ryzyka insiderów i inwestorów zewnętrznych posiadających zdywersyfikowany portfel

akcji), co wymaga większych dywidend, które skompensowałyby koszty agencji związane z nadmiernym udziałem insiderów w akcjonariacie. Schooley i Barney [1994] empirycznie potwierdzili na danych amerykańskich występowanie zależności między stopą dywidendy a udziałami insiderów w akcjonariacie w kształcie litery U.

Przechodząc powtórnie od kwestii determinant do skutków, jakie przynoszą dywidendy, badania empiryczne Venkatesha [1989] na danych z okresu 1972-1987 wykazały, że przyjęcie strategii wypłaty dywidend zmniejsza znaczenie kwartalnych zysków, w rozumieniu ich wpływu na cenę akcji. Wprowadzenie dywidend prowadzi też do spadku zmienności kursu akcji, co może oznaczać, że w spółkach, które zaczęły płacić dywidendy inwestorzy przykładają relatywnie względnie mniejszą wagę do innych sygnałów informacyjnych, niż miało to miejsce przed ogłoszeniem decyzji o rozpoczęciu programu wypłaty dywidend, w efekcie czego maleje zmienność notowań akcji. Co ważne, efekt ten jest trwały. Na wartość informacyjną późniejszych zysków nie wpływa przy tym wielkość przedsiębiorstwa ani okres przebywania na giełdzie.

Skup akcji własnych. Programy skupu akcji własnych są szczególnie popularne wśród największych przedsiębiorstw. Im większe przedsiębiorstwo, tym przeciętnie skupuje z rynku większy odsetek swojego kapitału. Nie jest to oczywiście jedyna zależność. Przeprowadzona przez Sandersa i Carpentera [2003] analiza 250 korporacji amerykańskich w okresie 1992-1995 wskazuje, że programy skupu akcji własnych są funkcją różnych zmiennych: asymetrii informacyjnych, menedżerskich systemów motywacyjnych

opartych na wartości akcji i oczekiwaniach odnośnie wyników. Wysokość programu opcji akcyjnych dla szefa zarządu jest tutaj dodatnio skorelowana z wartością programów skupu akcji własnych. Dodatkowo skorelowana z ogłoszeniami o skupach jest także intensywność działalności badawczo rozwojowej, wpływająca na wysokość asymetrii informacyjnej (im większa owa intensywność, tym większa asymetria). Kombinacje tych czynników łącznie określają prawdopodobieństwo przeprowadzania przez spółki skupu akcji własnych.

Jensen [1986] sugeruje, że bardziej skłonne przeznaczać gotówkę na skup akcji własnych są te firmy, które doświadczały pogorszenia szans rozwojowych i spadku wskaźnika zwrotu na aktywach (ROA). Pogorszenie szans rozwojowych powinno oczywiście znaleźć odzwierciedlenie w spadającym kursie akcji. Faktycznie w próbie spółek, które zdecydowały się na przeprowadzenie skupu, badanych przez Braua i Holmesa [2006] zwrot na inwestycji w ich akcje wyniósł w okresie 6 miesięcy przed ogłoszeniem planu skupu -16%, zaś w okresie ostatnich 4 tygodni -4%. Obok okresu słabych notowań bardzo ważną determinantą skupu akcji własnych okazała się być także niska wysokość wskaźnika ceny rynkowej do wartości księgowej (P/BV).

Niektórzy autorzy, np. Comment i Jarrel [1991], twierdzą, że spadek cen akcji i niski wskaźnik P/BV sugerującą niedoszacowanie wartości akcji przez rynek, a więc menedżerowie inicjują programy skupów aby zasygnalizować zaniżoną cenę rynkową akcji po okresach słabych notowań. Teoria wiążąca skupy akcji własnych z teorią sygnałów przewiduje, że zyski po ogłoszeniu planów skupu powinny ulec poprawie. Jednak większość

wyników badań empirycznych dotyczących efektów skupów zdaje się popierać teorię wolnych środków pieniężnych i pogarszających się perspektyw rozwoju przedsiębiorstwa (konkretnie dotyczących wskaźnika zysku na akcję — EPS). Warto wspomnieć, że badania dotyczące efektów skupów, to jest ich przełożenia na kursy akcji, koncentrują się na reakcjach cen akcji na ogłoszenia dotyczące skupów, nie zaś na reakcjach na same skupy, gdyż, jak wykazano (np. Ikenberry, Lakonishok i Vermaelen [1995]), reakcja rynku na te pierwsze jest silniejsza.

Jakkolwiek Brau i Holmes [2006] wykazali, iż korzystna reakcja rynku na ogłoszenie o skupie jest najsilniejsza w firmach, które przed owym ogłoszeniem wykazywały najsłabsze wyniki finansowe, co interpretować można jako dowód funkcji sygnalizacyjnej skupów, jednak Grullon i Michaely [2004] i Jagannathan i Stephens [2003] nie odnotowali poprawy wyników operacyjnych firm, które przeprowadziły skupy akcji własnych, względem pozostałych przedsiębiorstw. Co więcej, niektóre miary zyskowności po ogłoszeniu programu skupów uległy pogorszeniu względem konkurentów [Grullon i Michaely 2004].

Grullon i Michaely [2004] przeanalizowali ogłoszenia o skupie akcji własnych podane w okresie 1980-1984 i wyniki podających te informacje firm w okresie 6 lat wokół ogłoszenia o skupie (3 lata przed i 3 lata po). Obliczenia wykazały, że reakcja rynku na ogłoszenie programów skupu akcji własnych jest silniejsza (bardziej pozytywna) w odniesieniu do spółek, ze strony których istnieje większe ryzyko nadmiernych inwestycji (czyli pogarszają się okazje inwestycyjne).

Wyniki te, w powiązaniu z pogorszeniem wyników finansowych w okresie

po ogłoszeniu skupu [Jagannathan i Stephens 2003], wskazują, że firmy zwiększają wypłaty dla akcjonariuszy w odpowiedzi na pogorszenie się szans inwestycyjnych. Pozytywna reakcja rynku na ogłoszenia o skupach wyjaśnić więc należy w ten sposób, że rynek jest świadomy pogarszania szans inwestycyjnych stojących przed firmą, zaś pozytywna reakcja inwestorów jest odpowiedzią na zmniejszenie ilości gotówki w dyspozycji zarządu. Tym samym informacja zawarta w ogłoszeniu o skupie nie dotyczy pogorszenia szans inwestycyjnych, ale zmniejszenia kosztów agencji.

Teoria wiążąca skupę akcji własnych z teorią sygnałów przewiduje także, że informacja zawarta w programie skupu powinna mieć wpływ na oczekiwania rynku odnośnie przyszłej zyskowności. Grullon i Michaely [2004] zwrócili jednak uwagę, że analitycy korygują w dół prognozy dotyczące wyników spółek ogłaszających skupę.

Teorii asymetrii informacyjnej w odniesieniu do skupów akcji własnych nie można jednak na tej podstawie odrzucić, gdyż przykładowo na reakcję cen akcji na ogłoszenia dotyczące skupów wpływa taka zmienna jak wielkość przedsiębiorstwa, rzutująca na transparentność i stąd wysokość asymetrii informacyjnej. Większe firmy, ze względu na ich większą transparentność i stąd mniejszą asymetrię informacyjną [Ang i Brau 2002] mogą odmiennie reagować na ogłoszenia dotyczące planów skupu.

Na skalę wzrostu cen wpływ ma także wielkość programu skupu [Ikenberry, Lakonishok i Vermaelen 1995]. Wyniki badań Grullona i Michaely'ego [2004] pokazały natomiast obniżkę kosztu kapitału o 1.5 punktu procentowego w porównaniu do firm, które nie przeprowadzały

skupów. Wiele badań empirycznych [np. Ikenberry et al. 1995] wykazało, że skupę akcji własnych prowadzi także do trwałego wzrostu cen akcji i wskaźnika EPS.

Na to, jaki cel faktycznie stoi za programami skupów akcji własnych wskazuje ich częstotliwość — czy są to programy regularne czy sporadyczne. Jagannathan i Stephens [2003] piszą, że motywy związane w sygnalizacją i zaniżoną ceną rynkową dominują w przypadku programów jednorazowych czy nieregularnych.

Firmy regularnie skupujące swoje akcje z rynku są większe, w ich akcjonariacie większy udział mają inwestorzy instytucjonalni zaś niższy zarząd, charakteryzują je wyższe poziomy wskaźnika P/BV, niższe wskaźniki zadłużenia, niższa zmienność wyników operacyjnych, mniejsze programy opcji menedżerskich.

Przeciwnymi cechami charakteryzują się spółki przeprowadzające sporadyczne skupę, przy czym dodatkowo charakteryzuje je jeszcze wysoki poziom asymetrii informacyjnych.

Splity. Według wyliczeń Lakonishoka i Leva [1987], w okresie 1963-1982 przeciętna stopa splitu wyniosła 85%, a dywidend akcyjnych 11%. Dwudziestoletnia średnia wyciągnięta z median dla każdego roku cen akcji, przy których następował split, wynosi \$43,5, zaś \$16,4 dla wypłacających dywidendę akcyjną.

W badaniach tych przynależność do branży nie okazała się istotna. Średnia wielkość spółki dokonującej splitu jest tu znacząco większa od przeciętnej dla całej populacji, podczas gdy w przypadku dywidend akcyjnych jest na odwrót, co już samo w sobie oznacza, że dywidendy te nie są po prostu „małymi splitami”, lecz dokonywane są przez spółki o różnych charakterystykach, w różnych sytuacjach.

Splity przeprowadzają najczęściej przedsiębiorstwa, których akcje w okresie 5 lat poprzedzających podział akcji rosły zdecydowanie silniej niż grupy kontrolnej (w badaniach Lakonishoka i Leva [1987] było to odpowiednio 96% i 28%). Sugerować to może, że jeżeli spółka przeprowadza split akcji nie poprzedzony podobnie silnym wzrostem jej notowań, podział akcji nie stanowi najprawdopodobniej sygnału co do dobrych rokowań na przyszłość, a jedynie ma na celu powrót do „optymalnego” przedziału, lub ma na celu zwiedzenie inwestorów. Różnica w dynamice zysków, choć słabsza, utrzymywała się w następnym roku po splicie, następnie zaś wyniki obu grup nie różniły się statystycznie. Podobnie wygląda kształtowanie się dywidend w obu grupach, przy czym w tym przypadku różnice pozostają istotne również po okresie jednego roku. Co ciekawe szczególnie silny wzrost dywidend następuje w pierwszym kwartale po splicie (o 7,4% wobec 0% dla grupy kontrolnej), co sugeruje świadome działania zarządów spółek nastawione na uwiarygodnienie zasadności splitu (trzymając się teorii sygnalizowania). Do podobnych konkluzji prowadzi obserwacja, iż krótkookresowy wzrost dywidend był silniejszy niż wzrost zysków, co oznacza, że również owe dywidendy pełniły rolę sygnału (fałszywego) mającego zapowiadać lepsze perspektywy przedsiębiorstwa i prowadzić do krótkookresowego wzrostu cen akcji. O tym, że taktyka ta jest skuteczna, świadczą rezultaty wskazujące, że ogłoszenie splitu prowadziło do przeciętnie 3-4 procentowego wzrostu cen w krótkim okresie. W następnych okresach (analiza Lakonishoka i Leva sięgała 5 lat po ogłoszeniu splitu) zwrot na akcjach kształtuje się coraz bardziej podobnie jak w grupie kontrolnej.

4. Uwarunkowania konkurencyjne

Opisywane w artykule decyzje finansowe rozumieć można jako odpowiedź zarządów przedsiębiorstw na niespójne czasowo oczekiwania inwestorów. Inicjatywy te, pozytywnie oceniane przez rynki, pozwalają zarządom aktywnie zarządzać przepływem informacji do zewnętrznych akcjonariuszy. Decyzje finansowe uznać więc można za instrumenty zarządzania inwestorami. Nie oznacza to jednak, że rozważając je zarządy przedsiębiorstw mogą abstrahować od cech i zachowań innych spółek giełdowych, zwłaszcza tych, które uważane są za konkurentów [Pietrewicz 2008]. Warto obserwować politykę konkurentów w zakresie omawianych tu decyzji finansowych, a także bieżące ceny akcji, aby móc stwierdzić, jakie zachowania konkurencyjne będą zasadne. Pewne aspekty cech giełdowych spółek stanowią bezpośredni punkt odniesienia dla danego przedsiębiorstwa, jak ma to miejsce w przypadku bezwzględnych wysokości cen akcji, wpływających na określenie typowego zakresu cen np. w branży, co wpływa na decyzje o splitach. Podobnie bezpośredni punkt odniesienia stanowią mogą dywidendy gotówkowe (a dokładniej stopy dywidendy) wypłacane przez konkurentów. W odniesieniu do innych instrumentów, ich obserwacja stanowić może cenną wskazówkę odnośnie celów giełdowych, jakie konkurenci sobie stawiają, a także efektywności strategii konkurentów i możliwych reakcji.

Przy pomocy decyzji finansowych można wpływać na strukturę akcjonariatu. Jagannathan i Stephens [2003] zaobserwowali, że przedsiębiorstwa dokonujące regularnych skupów akcji własnych mają podobne cechy jak firmy systematycznie zwiększające dywidendy.

Ze względu na substytucyjny charakter owych skupów i dywidend w tej grupie firm, wybór jednej z tych opcji uwarunkowany może być aktualną i pożądaną strukturą akcjonariatu. Na podstawie modelu i wyników empirycznych badań Brennana i Thakora [1990] dotyczących preferencji poszczególnych typów akcjonariuszy odnośnie różnych form przekazania nadwyżek wolnych środków inwestorom (dywidendy gotówkowe, skupy akcji na wolnym rynku i poprzez wezwania) można stwierdzić, że zbudowanie reputacji firmy preferującej skupy akcji kosztem dywidend gotówkowych posłużyć może przyciągnięciu dużych inwestorów blokowych, gdyż to właśnie oni, zgodnie z owymi badaniami, najczęściej korzystają na skupach. Z kolei regularne wypłaty dywidend stanowią silny magnes dla inwestorów indywidualnych, na co wskazują także Brycki i Adamczyk [2005]. Piszą oni, że wysoka i regularnie płacona dywidenda jest dla tych inwestorów wystarczającą zachętą do inwestycji i sprawia, że wiążą się ze spółką na lata i co więcej, mogą kupować akcje nie zwracając większej uwagi na cykle koniunkturalne, jakim podlega giełda, gdyż wypłacana dywidenda może zapewnić im zysk konkurencyjny w stosunku do lokat bankowych. Zarząd może też preferować przekazywanie akcjonariuszom środków w postaci dywidend, nie zaś skupów akcji na wolnym rynku, gdy chce zachować wysoką autonomię, jako że to właśnie duzi inwestorzy blokowi najbardziej angażują się w działania kontrolne wobec zarządu. Skuteczności takich działań sprzyjać będzie wysoka liczebność rady dyrektorów i znaczący udział insiderów w owej radzie. Bushee [2001] wykazał natomiast, że inwestorzy instytucjonalni angażujący się w spółki krótkotermi-

wo preferują przedsiębiorstwa wypłacające niskie dywidendy, co związane jest z substytucyjnym charakterem dywidend i zysków kapitałowych, a co za tym idzie wysokie dywidendy ograniczają potencjał wzrostu notowań akcji w krótkim okresie. Oznacza to, że firmy zainteresowane pozyskaniem stabilnego akcjonariatu mogą rozważyć zwiększanie dywidend.

Skupy akcji własnych. Podejmując decyzje o skupie akcji własnych warto mieć na uwadze wyniki badań Jagannathana i Stephensa [2003] wskazujące, że pozytywna reakcja rynku jest najsilniejsza w stosunku do nieregularnych skupów, zaś zdecydowanie słabsza w odniesieniu do skupów regularnych. Badacze ci wyliczyli, że ogłoszenie pierwszego (lub odległego w czasie od poprzednich) programu skupu akcji własnych prowadzi do wzrostu kursy przeciętnie o 3,4%. Jeżeli natomiast w przeciągu kolejnych 5 lat firma ponownie ogłosi program skupu, rynek zareaguje mniejszą, 2-procentową wyższą kursu, zaś przy trzecim programie w ciągu 5 lat, już jedynie 1-procentową. Prawidłowości te pokazują malejącą efektywność programów skupu akcji własnych, co skłaniać powinno zarządy do zastępowania ich częściowo wzrostem dywidend. Zasadność regularnych programów skupów tłumaczą natomiast motywy związane z kształtowaniem bazy inwestorów. W tym miejscu wyraźnie widoczny jest konkurencyjny charakter celów poprawy notowań (czyli spełnienia oczekiwań inwestorów) w krótkim okresie i kształtowania struktury akcjonariuszy. Swoboda zarządu jest tu natomiast silnie ograniczona przez wyjściową strukturę akcjonariatu, zgodnie z wynikami badań Brennana i Thakora [1990].

Sanders i Carpenter [2003] sugerują przy tym, że zarządy mogą korzystać z in-

strumentów dywidend lub skupów nawet wówczas, kiedy nie są one optymalne z ekonomicznego punktu widzenia. Ich zdaniem skupy akcji własnych służą zaspokajaniu krótkookresowych żądań akcjonariuszy, jednak czynią niewiele w kierunku poprawy długookresowej pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstwa na rynkach produktów. Sanders i Carpenter [2003] utrzymują także, że skupy akcji własnych nie poprawiają pozycji konkurencyjnej firm względem rywali na rynkach produktów, a wręcz mogą ją pogarszać, jako że istnieje tu konflikt między przeznaczaniem środków finansowych na inwestycje w szanse rynkowe, a wydatkowaniem ich na zakupy akcji własnych. Autorzy ci nie dostrzegają jednak, że zasadniczy problem dotyczy tu konfliktu między budową pozycji konkurencyjnej na rynkach produktów, a pozycją konkurencyjną na giełdzie. Decyzje finansowe opisywane w tym artykule podejmowane są zawsze — świadomie lub nie — w kontekście owego konfliktu, zaś ostateczny kształt, jaki przyjmują, odzwierciedlać powinien hierarchię celów, zwłaszcza między-rynkową (rynków produktów i kontroli).

Propozycja zarządu dotycząca skupu akcji własnych oznaczać może, że zarząd nie widzi sposobu, aby wykorzystać wypracowaną gotówkę na zyskowy rozwój firmy. Przeciwnicy tych programów wskazują przede wszystkim, że przypadają one często w okresie gdy ceny akcji są na najwyższym poziomie. Varchaver [2006] wskazuje, że w 2006 r., gdy ceny akcji były wysokie, firmy skupowały o wiele więcej akcji niż w roku 2002, gdy ceny były zdecydowanie niższe. Szczególnie ta ostatnia obserwacja zasługuje na uwagę. Oznacza ona bowiem, że programy skupu akcji własnych działają

procyklicznie, a tym samym mogą być korzystne dla akcjonariuszy krótkoterminowych, jednak szkodliwe dla długoterminowych. Dokonywane w okresie wysokich cen na rynku służyć mogą dalszemu wzrostowi cen w okresie kilku miesięcy, być może nawet ponad roku i kilku lat, gdy ze względu na wyśrubowane wskaźniki finansowe ciężko jest uzyskać dalszy wzrost cen akcji metodami operacyjnymi. Można powiedzieć, że skupy te są funkcyjnym ekwiwalentem jednorazowych dywidend — prowadzą co najwyżej do jednorazowego wzrostu notowań, bez znaczenia dla przyszłego tempa wzrostu notowań. Ostatnio jednak coraz bardziej popularne są programy wieloletnie, stanowiące w istocie substytut wypłacanych regularnie dywidend. Zwolennicy tego typu skupów (np. Lee Ainslie, zarządzający jednym z najlepszych funduszy hedgingowych Maverick Capital) wskazują, że można je pojmować jako inwestycję zarządu w firmę, którą znają lepiej niż jakąkolwiek potencjalną inwestycję (projekt inwestycyjny) czy obiekt przejęcia [Dobbs i Koller 2006]. Można jednak podnieść zastrzeżenie, że gdyby te same środki przeznaczono na skup w czasie gdy ceny akcji są niskie, można by skupić więcej akcji, tak więc pozytywny wpływ na wskaźniki byłby większy. Praktyka skupów akcji własnych jest więc ewidentnym przykładem prymatu rynków akcji nad rynkami produktów, a ich krótkoterminowa natura i cecha „marnowania” pieniędzy wskazują na jej konkurencyjny charakter, tj. odnoszenie do sytuacji na rynku akcji, oczekiwań inwestorów i zachowań innych spółek giełdowych.

Sanders i Carpenter [2003] sugerują, że wiele przedsiębiorstw podejmuje inicjatywy skupu akcji własnych w odpowiedzi na takie inicjatywy innych spółek (czyli

drogą imitacji udanych praktyk). Mamy tu więc do czynienia ze świadomymi praktykami konkurencyjnymi zorientowanymi na rywali rynkowych. Autorzy ci wskazują także, że inicjatywy te mogą być odpowiedzią na niemożność odpowiedniego zwiększenia zamożności akcjonariuszy „klasycznymi” metodami, tj. działaniami zorientowanymi głównie na rynki produktów i maksymalizację zysków, czyli stanowiąc działania zorientowane na obronę pozycji przed nadmiernymi oczekiwaniem inwestorów.

Splity. Podobnie jak w odniesieniu do pozostałych opisywanych narzędzi finansowych przeprowadzenie splitu wcale nie musi być dokonane przez zarząd w sytuacji oczekiwanej poprawy sytuacji fundamentalnej firmy, w celu zmniejszenia asymetrii informacyjnej, lecz przeciwnie, dla wywołania krótkookresowego wzrostu kursu nie mającego oparcia w fundamentach, np. w celu wsparcia późniejszego przeprowadzenia emisji akcji po zawyżonych cenach.

Tak pomyślane splity mogą być efektywnym narzędziem utrzymania na zawyżonym poziomie kapitalizacji przedsiębiorstwa, którego wycena rynkowa nieproporcjonalnie wzrosła na skutek korzystnych wydarzeń jednorazowych. Związane jest to z wywoływaną przez splity zmianą struktury akcjonariatu w stronę zwiększenia udziału tzw. noise traders. Noise traders, czyli dosłownie „handlujący szumem informacyjnym”, to głównie spekulacyjnie nastawieni inwestorzy indywidualni, preferujący akcje o niskiej cenie jednostkowej.

Zwiększenie udziału noise traders sprzyja zwiększeniu płynności i dziennej zmienności cen, a także utrwaleniu odezwania cen od fundamentów. Zwiększenie skali wahań cen z kolei dalej przycią-

ga spekulantów mniej zainteresowanych fundamentami, a bardziej szansą szybkiego wysokiego zarobku przy wysokim akceptowanym poziomie ryzyka. Jeżeli do tego zarząd będzie stosował inne instrumenty podtrzymujące zainteresowanie takich inwestorów, może liczyć, że cena akcji przez dłuższy czas utrzyma się poziomie znacząco wyższym od wartości fundamentalnej, w czym dodatkowo pomoże tzw. efekt zakotwiczenia (ang. *anchore effect*).

Splity stanowiące fałszywe sygnały służyć mogą również ułatwieniu insiderom zmniejszenia zaangażowania w akcje danej spółki na bardziej korzystnych warunkach, a także przez owych insiderów mogą być wymuszone. Mogą też stanowić jeden z instrumentów realizacji planu kompleksowego zaciemniania sytuacji fundamentalnej przedsiębiorstwa, co dotyczy zwłaszcza firm w złej kondycji (której skali rynek nie jest świadomy), czy generalnie wyraźnie przewartościowanych. Wobec prawdopodobnego w bliższej lub dalszej perspektywie dostosowania ceny akcji do realiów ekonomicznych, fałszywe sygnały w postaci splitu (a także pozostałych omawianych w artykule instrumentów) zinterpretować można w kategoriach zarządzania międzyokresowego (w czym bardzo przypominają zarządzanie zyskami), które stanowi element budowy pozycji na rynku kontroli — albo wobec konkurencyjnych przedsiębiorstw i ich właścicieli, albo konkurencji wewnątrz akcjonariatu danej firmy.

Wnioski

Patrząc z perspektywy strategii konkurencyjnych, finansowe strategie giełdowe rozwijane są w trzech kontekstach.

Po pierwsze, w kontekście poszukiwania optymalnej pozycji między celami

długookresowymi a krótkookresowymi, a konkretnie między celami maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa w długim okresie a koniecznością odpowiedzi na oczekiwania inwestorów w krótkim okresie. Odpowiedź ta, jak zostało pokazane, może przybrać charakter walki o stopień podporządkowania się owym oczekiwaniom z jednej strony i manipulacji nimi z drugiej.

Drugi kontekst stanowi siła polityczna poszczególnych akcjonariuszy i ich grup, zainteresowanych wpływaniem na działania zarządu dotyczące podziału wytworzonej w przedsiębiorstwie wartości za pomocą opisywanych w artykule narzędzi (dywidendy gotówkowe i akcyjne, skupy akcji, splitsy). Dokonana analiza pokazała, że swoboda zarządu w kształtowaniu owych narzędzi z jednej strony jest ograniczona zastaną strukturą akcjonariatu, z drugiej zaś może mieć na celu wpływ na przyszły kształt akcjonariatu.

Trzeci kontekst wyznaczają akcje i re-akcje podejmowane przez inne spółki giełdowe, stanowiące, w różnych zakresach, konkurencję dla danego przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym, a które przedsiębiorstwo to powinno brać pod uwagę korzystając z opisywanych instrumentów finansowych.

Zakładając brak wpływu struktury kapitałowej przedsiębiorstwa na jego wartość [Modigliani i Miller 1958] podstawową zmienną, będącą przedmiotem manipulacji czy zarządzania przy pomocy opisywanych instrumentów finansowych, jest asymetria informacyjna. Przeprowadzona analiza pokazała, że dywidendy gotówkowe i akcyjne, skupy akcji i splitsy wbrew rozpowszechnionym opiniom i deklaracjom wielu korzystających z owych narzędzi zarządów spółek giełdowych, wykorzystywane są raczej do

zarządzania ową asymetrią, co w praktyce często oznacza przynajmniej okresowe powiększanie jej. Skala tego zjawiska jest tak wielka, że znajduje ono odzwierciedlenie w wynikach analiz statystycznych, wobec czego nie można tu mówić o przypadku. Asymetria informacyjna stanowi podstawę czy pożywkę do rozwoju wszelkich strategii giełdowych, których badanie stanowi niezwykle obiecujące nowe pole badawcze dla specjalistów od strategii przedsiębiorstwa.

Bibliografia

- Aaker D.A. [1991], *Managing Brand Equity*, The Free Press, Nowy Jork.
- Aaker D.A. [2000], *Brand Leadership*, The Free Press, Nowy Jork.
- Ang J.S., Brau J.C. [2002], *Firm Transparency and the Costs of Going Public*, "The Journal of Financial Research", 25 (1), s. 1-18.
- Asquith P., Mullins D. [1983], *The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth*, "Journal of Business", 46 (1), s. 77-96.
- Barclay M., Smith C.W. [1988], *Corporate payout policy: Cash dividends versus open market share repurchases*, "Journal of Financial Economics", 22, s. 61-82.
- Barney, J. [1991], *Firm Resources and Sustainable Competitive Advantage*, "Journal of Management", 17 (1), s. 99-120.
- Brau J.C., Holmes A. [2006], *Why Do REITs Repurchase Stock? Extricating the Effect of Managerial Signaling in Open Market Share Repurchase Announcements*, JREER, 28 (1), s. 1-23.
- Brennan M. J., Thakor A.V. [1990], *Shareholder preferences and dividend policy*, "Journal of Finance", 45 (4), s. 993-1018.
- Brown S.L., Eisenhardt K.M. [1998], *Competing on the Edge: Strategy as Structured Chaos*, Harvard Business School Press, Boston.
- Brycki G., Adamczyk C. [2005], *Inwestorzy odcinają kupony*, „Rzeczpospolita on-line”, 19 lutego, dostępne na: http://www.rzeczpospolita.pl/gazeta/wydanie_050219/ekonomia/ekonomia_a_4.html.
- Burgelman R.A., Doz Y.L. [2001], *The Power of Strategic Integration*, "Sloan Management Review", Spring, s. 28-38.
- Bushee B.J. [2001], *Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run value?*, "Contemporary Accounting Research", 18 (2), s. 207-246.

- Comment R., Jarrel G. [1991], *The Relative Signaling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-tender and Open-market Share Repurchases*, "Journal of Finance", 46, s. 1243-1271.
- Copeland T., Koller T., Murrin J. [1995], *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, II wyd., John Wiley & Sons, Nowy Jork.
- D'Aveni R.A. [1994], *Hypercompetition: Managing the dynamics of strategic maneuvering*, The Free Press, Nowy Jork.
- DeAngelo H., DeAngelo L., Stulz R.M. [2004], *Dividend Policy, Agency Costs, and Earned Equity*, "NBER Working Paper", nr 10599.
- Dickson P.R. [1996], *The Static and Dynamic Mechanics of Competition: A Comment on Hunt and Morgan's Comparative Advantage Theory*, "Journal of Marketing", 60 (4), s. 102-106.
- Dobbs R., Koller T. [2006], *Inside a hedge fund: An interview with the managing partner of Maverick Capital*, "McKinsey on Finance", 19 (Spring), s. 6-11.
- Dobbs R., Rehm W. [2005], *The value of share buybacks*, "McKinsey Quarterly", nr 3, s. 55-61.
- Fama E., Blahnik H. [1968], *Dividend Policy: An Empirical Analysis*, "Journal of the American Statistical Association", 63, s. 1132-1161.
- Fama E., French K. [2001], *Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay*, "Journal of Financial Economics", 60, s. 3-43.
- Gronroos C. [1996], *Relationship Marketing: Strategic and Tactical Implications*, "Management Decision", 34 (3), s. 5-14.
- Grullon G. i Michaely R. [2004], *The Information Content of Share Repurchase Programs*, "Journal of Finance", 59 (2) s. 651-680.
- Hamel G., Prahalad C.K. [1994], *Competing for the Future*, Cambridge, MA: Harvard Business School Press.
- Hunt S.D. [1999], *The Strategic Imperative and Sustainable Competitive Advantage: Public Policy Implications of Resource-Advantage Theory*, "Journal of the Academy of Marketing Science", 27 (2), s. 144-159.
- Hunt S.D., Morgan R.M. [1995], *The Comparative Advantage Theory of Competition*, "Journal of Marketing", 59 (April), s. 1-15.
- Hutchison D. [2000], *Stock Repurchase Programs: Economic Principles*, "Bank Accounting & Finance", 13 (2), s. 35-40.
- Ikenberry D., Lakonishok J., Vermaelen, T. [1995], *Market underreaction to open market share repurchases*, "Journal of Financial Economics", 39, s. 181-208.
- Jagannathan M., Stephens C. [2003], *Motives for Multiple Open-Market Repurchase Programs*, "Financial Management", Summer, s. 71-91.
- Jaworski B.J., Kohli A.K. [1993], *Market Orientation: Antecedents and Consequences*, "Journal of Marketing", 57 (June), s. 53-70.
- Jensen, M.C. [1986], *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers*, "American Economic Review", 76 (2), s. 323-329.
- Keller K.L. [1993], *Conceptualizing Measuring and Managing Customer-Based Brand Equity*, "Journal of Marketing", 57 (1), s. 1-22.
- Kim W.C., Mauborgne R. [1997], *Value Innovation: The Strategic Logic of High Growth*, "Harvard Business Review", 75 (January-February), s.103-112.
- Kim W.C., Mauborgne R. [2005], *Blue Ocean Strategy: How to Create Uncontested Market Space and Make Competition Irrelevant*, Harvard Business School Press, Boston.
- Kohli A.K., Jaworski, B.J. [1990], *Market Orientation: The Construct, Research Propositions, and Managerial Implications*, "Journal of Marketing", 54 (April), s. 1-18.
- Lakonishok J., Lev B. [1987], *Stock Splits and Stock Dividends: Why, Who, and When*, "Journal of Finance", 42 (4).
- Ma H. [1999], *Constellation of Competitive Advantage: Components and Dynamics*, "Management Decision", 37 (4), s. 348-355.
- Modigliani F., Miller M.H. [1958], *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, "American Economic Review", 48 (3): 261-297.
- Morck R., Shleifer A., Vishny R.W. [1988], *Management Ownership And Market Valuation: An Empirical Analysis*, "Journal of Financial Economics" 20 (1&2), s. 293-315.
- Morgan R.A., Hunt S.D. [1994], *The Commitment — Trust Theory of Relationship Marketing*, "Journal of Marketing", 58, s. 20-38.
- Pietrewicz L. [2008], *Identyfikacja konkurentów na giełdzie*, "Marketing i Rynek", nr 7, s. 2-8.
- Prahalad C.K., Hamel G. [1990], *The Core Competence of the Corporation*, "Harvard Business Review", 68 (May-June), s. 79-91.
- Richardson G., Sefcik S.E., Thompson R. [1986], *A test of dividend irrelevance using volume reactions to a change in dividend policy*, "Journal of Financial Economics", 17 (2), s. 313-333.
- Rimbey J.N., Officer D.T. [1992], *Market response to subsequent dividend actions of dividend-initiating and -omitting firms*, "Quarterly Journal of Business & Economics", 31 (1), s. 3-20.
- Sanders G., Carpenter M.A. [2003], *Strategic Satisficing? A Behavioral-agency Theory Perspective on Stock Repurchase Program Announcements*, "Academy of Management Journal" 2003, 46 (2), s. 160-178.

Schooley D., Barney L. [1994], *Using Dividend Policy And Managerial Ownership To Reduce Agency Costs*, "Journal of Financial Research", 17 (3).

Senge P.M. [1990] *The Fifth Discipline: The Art. And Practice of the Learning Organization*, Doubleday, Nowy Jork.

Venkatesh P.C. [1989], *The Impact of Dividend Initiation on Information Content of Earnings Announcements and Returns Volatility*, "Journal of Business" 62 (2), s. 175-197..

Financial Strategies for the Stock Market

Summary

The goal of his paper is to analyze one of the areas of developing stock market strategies. The area covers financial decisions, including cash and stock dividends, share repurchases (buybacks), and share splits. The study shows that, contrary to accepted theories, these instruments are widely used to increase information asymmetry between insiders and external investors, to the detriment of the latter. Information flow management allows public companies to systematically influence investor behavior (and, consequentially, share price and shareholder structure), and to build a position of competitive advantage on the stock market and — related to it — corporate control market.

Keywords: stock market strategies, dividends, share repurchases, share splits