

# Świadomy inwestor

Odkrywanie ukrytego  
potencjału spółki



PAWEŁ ZAREMBA-ŚMIETAŃSKI

„NAJCZĘŚCIEJ UŻYWANYM I NA GIEŁDZIE SŁOWAMI SĄ: BYĆ MOŻE,  
MIEJMY NADZIEJĘ, MOŻLIWE, MOŻNA BY, MIMO TO, CHOCIAŻ,  
WPRAWDZIE, WIERZĘ, MYŚLĘ, ALE, PRAWDOPODOBNIĘ, WYDAJE MI SIĘ,  
WSZYSTKO W CO SIĘ WIERZY I O CZYM SIĘ MÓWI, JEST WZGLĘDNE  
I MOŻE BYĆ WIDZIANE ZUPEŁNIE INACZEJ”.

André Kostolany

Wszelkie prawa zastrzeżone. Nieautoryzowane rozpowszechnianie całości lub fragmentu niniejszej publikacji w jakiegokolwiek postaci jest zabronione. Wykonywanie kopii metodą kserograficzną, fotograficzną, a także kopiowanie książki na nośniku filmowym, magnetycznym lub innym powoduje naruszenie praw autorskich niniejszej publikacji.

Wszystkie znaki występujące w tekście są zastrzeżonymi znakami firmowymi bądź towarowymi ich właścicieli.

Autor oraz Wydawnictwo HELION dołożyli wszelkich starań, by zawarte w tej książce informacje były kompletne i rzetelne. Nie biorą jednak żadnej odpowiedzialności ani za ich wykorzystanie, ani za związane z tym ewentualne naruszenie praw patentowych lub autorskich. Autor oraz Wydawnictwo HELION nie ponoszą również żadnej odpowiedzialności za ewentualne szkody wynikłe z wykorzystania informacji zawartych w książce.

Redaktor prowadzący: Magdalena Dragon-Philipczyk  
Projekt okładki: ULABUKA

Fotografia na okładce została wykorzystana za zgodą iStockPhoto Inc.

Wydawnictwo HELION  
ul. Kościuszki 1c, 44-100 GLIWICE  
tel. 32 231 22 19, 32 230 98 63  
e-mail: [onepress@onepress.pl](mailto:onepress@onepress.pl)  
WWW: <http://onepress.pl> (księgarnia internetowa, katalog książek)

Drogi Czytelniku!

Jeżeli chcesz ocenić tę książkę, zajrzyj pod adres

<http://onepress.pl/user/opinie?swiain>

Możesz tam wpisać swoje uwagi, spostrzeżenia, recenzję.

ISBN: 978-83-246-2922-0

Copyright © Paweł Zaremba-Śmietiański 2013

Printed in Poland.

- [Kup książkę](#)
- [Poleć książkę](#)
- [Oceń książkę](#)

- [Księgarnia internetowa](#)
- [Lubię to! » Nasza społeczność](#)

# Spis treści

<b>Słowo wstępne .....</b>	<b>9</b>
<b>Rozdział 1. Gdzie jest ukryty potencjał spółki .....</b>	<b>13</b>
Źródło bogactwa inwestora .....	13
Źródła wartości a kontrola nad spółką .....	20
Między inwestycją a spekulacją .....	25
Czym jest potencjał spółki i skąd się bierze .....	38
Bańka spekulacyjna i piramida finansowa a spekulacja .....	44
Odróżnienie spekulacji od inwestycji .....	47
Psychologia inwestowania .....	48
Przepływy inwestora czy spółki? .....	54
Droga korzyści dla inwestora .....	55
Co wpływa na cenę akcji? .....	63
„Premia za kontrolę” w wycenach .....	66
<b>Rozdział 2. Naiwne oczekiwania związane z wycenami .....</b>	<b>69</b>
Czy istnieje obiektywna wartość spółki .....	69
Co nam mówią wyceny analityków .....	75
W jakim tempie powinny rosnąć spółki? .....	86
Jak dokładne są wyceny .....	90
<b>Rozdział 3. Teoretyczne podstawy     analizy fundamentalnej i wyceny .....</b>	<b>99</b>
Hipoteza rynku efektywnego jako fundament współczesnych teorii rynkowych .....	99
Rodzaje wycen .....	104
Metody majątkowe .....	105
Metody dochodowe .....	107
Metody porównawcze .....	108
Metody mieszane .....	109
Między zyskiem a ryzykiem .....	110
Dyskontowanie przyszłych korzyści .....	111

Koszt kapitału i stopa dyskontowa .....	112
Elementy kosztu kapitału .....	112
Koszt kapitału własnego — model CAMP .....	114
Inne sposoby wyznaczania kosztu kapitału własnego .....	126
Koszt kapitału obcego .....	128
Analiza fundamentalna .....	130
Analiza otoczenia spółki .....	133
Analiza spółki .....	137
Szacowanie parametrów wyceny, prognozy i wycena .....	140
<b>Rozdział 4. Przepływy pieniężne spółki jako źródło potencjału .....</b>	<b>143</b>
Dlaczego i dla kogo przepływy są istotne .....	143
Sposoby wyceny metodą zdyskontowanych przepływów .....	149
Szacowanie parametrów wyceny, w tym poziomu stopy dyskontowej .....	150
Szacowanie przyszłych wyników .....	153
Prognozy na okres rezydualny .....	155
Przykład zastosowania modelu wyceny w praktyce .....	158
Prognozy przychodów .....	159
Prognozy dalszych pozycji .....	161
Prognoza przepływów .....	164
Prognozy na okres rezydualny .....	167
Obliczenie WACC .....	168
Ostateczna wycena .....	170
Dalsze prognozy .....	172
Analiza wrażliwości .....	173
Alternatywna wycena akcji spółki Budimex SA .....	175
Kiedy metoda DCF przynosi nie tylko niedokładne, ale wręcz fałszywe rezultaty .....	177
<b>Rozdział 5. Aktywa, wyniki finansowe i inne podobne elementy jako źródło potencjału .....</b>	<b>183</b>
Dlaczego istotne mogą być inne składniki spółki i jej działalności .....	183
Wycena porównawcza — metoda wyceny „wszystkiego” .....	187
Obliczanie wartości danej spółki przy użyciu metod mnożnikowych .....	197
Przykład wyceny porównawczej (mnożnikowej) .....	198
<b>Rozdział 6. Dywidendy jako źródło potencjału .....</b>	<b>201</b>
Dlaczego dywidendy .....	201
Modele wyceny dywidend .....	205
Dlaczego spółki dywidendowe to niższe ryzyko inwestycyjne? .....	208
Wycena w oparciu o wartość oczekiwaną .....	213
Przykład wyceny z zastosowaniem modelu wartości oczekiwanej .....	228

<b>Rozdział 7. Gra spekulacyjna jako źródło potencjału .....</b>	<b>237</b>
Dlaczego czynnik gry spekulacyjnej jest istotny .....	237
Stosowanie analizy technicznej .....	239
Założenia analizy technicznej .....	244
Krytyczne spojrzenie na założenia analizy technicznej .....	245
Rynek nie dyskontuje wszystkiego .....	245
Ceny jednak nieco podlegają trendom .....	246
Historia się powtarza, ale nie zawsze i czasem inaczej .....	248
Czy jest pożytek z analizy technicznej .....	249
Inne mierniki nastrojów inwestorów .....	252
Analiza obrotów .....	252
Media .....	254
Udział akcji w portfelach instytucji .....	254
Informacje o aktywności drobnych inwestorów .....	255
Zachowanie się instytucji kapitałowych .....	255
Opinie inwestorów .....	256
Wskaźniki koniunktury gospodarczej .....	256
Inne, pozornie dziwne wskaźniki .....	257
Miękkie źródła potencjału .....	259
Polityka odpowiedzialności społecznej .....	259
Polityka informacyjna i PR .....	260
Relacje z akcjonariatem .....	260
Kwalifikacje kadry menedżerskiej .....	261
Związki zawodowe .....	261
Skład akcjonariatu .....	262
<b>Rozdział 8. Wpływ niektórych sytuacji, informacji i zjawisk na potencjał wzrostu .....</b>	<b>265</b>
Czy zatrzymanie zysku jest lepsze niż dywidenda .....	265
Czy skup własnych akcji jest lepszy niż dywidenda .....	269
Kto korzysta na skupie akcji .....	270
Dlaczego wartość fundamentalna akcji ma rosnać wskutek ich skupu? .....	270
Scenariusz skupu za odłożone środki .....	271
Scenariusz skupu za środki służące do prowadzenia działalności operacyjnej .....	272
Lepszy skup akcji czy dywidenda? .....	275
Powody hipotetycznego wzrostu kursu akcji .....	277
Czy skup akcji własnych ma wpływ na spekulacyjny potencjał wzrostu .....	277
Efekty skupu akcji na naszym rynku .....	279
Wpływ innych zjawisk na przyszłe notowania .....	283

<b>Rozdział 9. Czy mądry inwestor to zawsze inwestor bogaty .....</b>	<b>287</b>
Łączny wpływ poszczególnych czynników na przepływy inwestora .....	287
Jaką metodę analizy wybrać .....	291
Źródła informacji inwestora .....	294
Jak czytać prospekty emisyjne .....	294
Skąd się biorą informacje medialne .....	295
Wypowiedzi drobnych inwestorów .....	296
Co mówią raporty spółki .....	297
Rekomendacje analityków .....	297
Zasady inwestowania .....	298
Mity i fałszywe poglądy .....	300
Zasada „tnij straty” .....	300
Zasada „nie uśredniaj” .....	302
Zbytńia wiara w otoczenie makroekonomiczne .....	303
Przywiązywanie zbyt dużej wagi do bieżących informacji, zwłaszcza negatywnych .....	304
Nigdy nie jest inaczej .....	304
Czy mądry inwestor to inwestor bogaty .....	304
Pożegnanie króliczej nory .....	305
<b>Bibliografia .....</b>	<b>307</b>

## **Rozdział 8.**

# **Wpływ niektórych sytuacji, informacji i zjawisk na potencjał wzrostu**

Wiemy już, że nie ma w gruncie rzeczy uniwersalnych wycen. Każda spółka powinna być wyceniana z punktu widzenia indywidualnych korzyści danego inwestora. Tym samym również dyskusje w rodzaju: „czy zatrzymanie zysku jest lepsze niż dywidenda” lub „czy skup własnych akcji jest lepszy niż dywidenda” są poniekąd jałowe. Żeby poznać odpowiedź na zasadniczą kwestię, najpierw musimy zapytać: A kto chce wiedzieć? Wszystko bowiem zależy od interesu konkretnego akcjonariusza. Spróbujemy jednak spojrzeć na niektóre z tych zagadnień przede wszystkim z punktu widzenia typowego, drobnego inwestora. Konsekwentnie w związku z tym zakładamy, że istotne są dla niego dywidendy i wzrost wartości akcji. Należy jednak pamiętać, że ten punkt widzenia nie jest jedynym możliwym, a tym samym wyciągnięte wnioski nie są właściwe dla wszystkich grup inwestorów.

### **Czy zatrzymanie zysku jest lepsze niż dywidenda**

Od strony przepływów pieniężnych spółki sprawa jest względnie jasna — zgodnie z teorią dywidendy są obojętne dla wyceny spółki, gdyż nie wpływają na przepływy. Ale nawet z tego punktu widzenia spółka będzie odpowiednio przeceniona, jeśli nie osiąga w formie przepływów wymaganej przez inwestorów stopy zwrotu. Może nawet poniżej wartości księgowej. Powinna wtedy raczej transferować środki do akcjonariuszy, choćby poprzez dywidendy. Inwestorzy będą wtedy mogli te środki zainwestować inaczej — np. w spółkę o wyższej stopie zwrotu. Czyli w podejściu przepływowym dopóki przepływy rosną szybciej, niż wymaga stopa zwrotu, dopóty spółka powinna inwestować środki, a nie wypłacać dywidendy. Jednak wiemy już, że podejście przepływowe niekoniecznie jest najlepsze, zwłaszcza z punktu widzenia drobnego inwestora.

Wróćmy zatem do naszego modelu wyceny według wartości oczekiwanej dywidend. Na jego bazie spróbujmy się zastanowić, czy spółki powinny wypłacać dywidendy, czy może raczej inwestować w rozwój. Wyobraźmy sobie więc sytuację, iż spółka ma do wyboru wypłacić już teraz dywidendę, która jest w związku z tym pewną i natychmiastową korzyścią inwestorów, lub wypłacić ją w przyszłym okresie — większą, ale z kolei już z pewnym ryzykiem i odroczoną w czasie. Wartość bieżąca ( $V$ ) tej pewnej już dywidendy otrzymanej dzisiaj jest oczywiście równa jej wartości nominalnej. Przyjmujemy, że mamy do czynienia z naturalnym modelem rozwoju spółki, kiedy wszystkie inne elementy, prócz wielkości wypłaconej dywidendy, pozostają niezmiennione. Dotyczy to zwłaszcza rentowności — również środków pozostałych w spółce (a zatem służą one działalności operacyjnej) — udziału dywidendy w zysku w momencie jej wypłacania, a tym samym również tempa rozwoju.

---

**Akcjonariusz strategiczny będzie zawsze bardziej skłonny do zatrzymania środków w spółce – nawet jeżeli nie jest to uzasadnione z punktu widzenia drobnych inwestorów.**

---

Przy takim założeniu wysokość dywidendy wypłaconej w następnym roku będzie większa o stopę wzrostu ( $r$ ). Zaś dzisiejsza wartość bieżąca ( $V_1$ ) tej przyszłej dywidendy będzie odpowiednio zdyskontowana i skorygowana ryzykiem. Czyli:

$$V_1 = d \cdot \frac{p \cdot (1+r)}{1+s} \quad (8.1)$$

Interesuje nas, czy ta przyszła wartość oczekiwana ( $V_1$ ) będzie większa od obecnej ( $V$ ). Stanie się tak, jeżeli:

$$r > \frac{1+s}{p} - 1 \quad (8.2)$$

Gdyby istniała pewność otrzymania dywidendy, wystarczyłoby, aby stopa wzrostu (zakładamy, że równa ROE, bo mówimy o zatrzymaniu zysku w spółce) była większa od stopy dyskontowej — tak przyjmuje model przepływowy. Jednak nie mamy nigdy owej pewności. Przyszłe dywidendy zawsze są nieco niepewne. Jeżeli więc nawet przyjmujemy stosunkowo wysoką pewność uzyskania za rok dywidendy ( $p = 90\%$ ), wtedy przy poziomie stopy dyskontowej ( $s$ ) równej 7%



poziom wzrostu musi być większy niż 18,9%. Podobne rozumowanie można by przeprowadzić wobec kolejnych lat działalności spółki.

---

Warto wstrzymać się z wypłatą dywidendy, o ile środki te przyczynią się do dynamicznego rozwoju spółki.

---

A zatem warto wstrzymać się z wypłatą dywidendy, ale tylko w sytuacji, kiedy spółka rozwija się naprawdę dynamicznie — i to dzięki środkom pozostawionym w spółce. Wzrost spółki musi kompensować nie tylko czynnik czasu wyrażany przez stopę dyskontową, ale też element niepewności uzyskania dywidendy wyrażany przez element prawdopodobieństwa. Czyli im bardziej spółka wiarygodna, tym niższej stopy wzrostu możemy od niej wymagać, jeśli chodzi o wstrzymanie się z wypłatą z zysku. Wiarygodność oznacza tu zarówno pewność przyszłej kondycji finansowej, jak i zaufanie do przyszłej polityki dywidendowej.

Obliczanie prawdopodobieństwa dotyczy bowiem dwóch grup niepewności: ryzyka związanego z działalnością samej spółki oraz ryzyka dotyczącego decyzji głównych akcjonariuszy w sprawie podziału zysku. Ale to drugie ryzyko nie istnieje dla akcjonariusza kontrolującego spółkę! To oznacza, że **akcjonariusz strategiczny, patrząc ze swojego punktu widzenia, widzi zawsze mniejsze ryzyko. Będzie więc znacznie bardziej skłonny do zatrzymania zysku w spółce** — nawet gdyby kierował się tylko podejściem dywidendowym, a nie przepływowym. Tyle że z punktu widzenia małego inwestora strategia zatrzymywania zysku często może obniżać wycenę spółki i wartość jej akcji.

Jednak z drugiej strony, dywidenda nie może być przesadnie wielka. Nie możemy przecież doprowadzić spółki do stanu, w którym będzie powoli obumierać — wycofując stale cały zysk jako dywidendę. Spółki mogą być różne. Są spółki mające po prostu nadwyżki środków. Są spółki — przykładem jest GPW SA — tak zorganizowane, że na dobrą sprawę nie potrzebują już specjalnych nakładów na rozwój swojej działalności i mogą funkcjonować, a nawet rozwijać się bez inwestycji i zwiększania kapitałów. Oczywiście nie licząc potencjalnych przejęć, giełda musi od czasu do czasu unowocześniać system informatyczny i wprowadzać nowe formy obrotu. Jednak generalnie GPW posiada już wystarczającą infrastrukturę organizacyjną, techniczną czy prawną, aby móc długo funkcjonować bez poważniejszych nakładów. GPW SA może systematycznie zwiększać swoje przychody, bo rozwija się cały rynek, ale inwestować już tylko okazjonalnie.

To zatem przykład firmy, gdzie zatrzymanie środków lub wypłata dywidendy ma ograniczony związek z rozwojem.

Jednak najbardziej typowa spółka, aby utrzymać pewną minimalną stopę wzrostu, potrzebuje również systematycznych nakładów, pokrywanych z bieżących wpływów. Na podstawie wcześniej podawanych wzorów można powiedzieć, że udział zysku zatrzymanego powinien być nie mniejszy niż iloraz oczekiwanej stopy wzrostu i ROE). Na przykład przy zakładanym wzroście 5% (niewiele ponad zrekompensowanie inflacji) i  $ROE = 15\%$  (wskaźnik dość typowy) powinniśmy zatrzymać w spółce  $1/3$  zysku. A zatem nie należy też przesadzać w drugą stronę i wypłacać przesadnie dużych dywidend ze szkodą dla firmy.

W przybliżeniu można podzielić typowe spółki na:

- Spółki o wysokiej rentowności (powiedzmy, że umowną granicą jest  $ROE = 20\%$ ). Spółki takie powinny wstrzymywać się z wypłatą dywidendy, o ile to właśnie zatrzymane środki służą rozwojowi.
- Spółki o średniej rentowności ( $ROE$  od 6% do 20%). To największa grupa firm. Spółki takie powinny przeznaczać na dywidendę około 20 – 70% zysku, m.in. w zależności od uzyskiwanej rentowności, fazy życia spółki, pewności przyszłej polityki dywidendowej i perspektyw rozwoju.
- Spółki o niskiej rentowności ( $ROE$  trwale poniżej 6%). Spółki takie powinny dążyć do wypłacania jak największej części zysku jako dywidendy nawet kosztem ograniczania swojej działalności.
- Jak pisałem, jest jeszcze grupa firm, których rozwój nie jest w istocie ściśle zależny od wypłaty dywidendy. Jest oczywiste, że takie spółki powinny się dzielić z akcjonariuszami zyskiem w maksymalnym stopniu.

Jest to schemat tylko przybliżony i do tego rozpatrywany z punktu widzenia drobnego akcjonariusza. Inwestor aktywnie kontrolujący spółkę będzie bowiem zawsze bardziej skłonny ograniczać wypłacanie dywidendy — z powodów, o których już pisałem. Z jego punktu widzenia spółka o wskaźniku  $ROE$  np. 10% będzie już wystarczająco rozwojowa, aby w niej kumulować zyski, a nie wypłacać je akcjonariuszom.

Różnorodnych przypadków szczególnych może być wiele, toteż powyższe spostrzeżenia należy traktować jako wskazówkę bardzo ogólną. Konkretnie wartości graniczne zależą od aktualnych stóp procentowych, rezerw finansowych, dalszych perspektyw spółki i gospodarki oraz innych elementów. Mówimy też tutaj o trwałym poziomie  $ROE$  — co w praktyce zdarza się rzadko. Okresowe obniżenie

rentowności nie jest w szczególności powodem do zwijania działania spółki. Kapitał własny może też być w nienaturalny sposób niski (np. z powodu wcześniejszych strat) lub odwrotnie — sztucznie zawyżony. Może też być na przykład tak, że spółka osiąga wysoką rentowność, ale nie ma już możliwości dalszego rozwoju — np. z powodu bariery rynku. W takim wypadku dalsze inwestowanie nie ma sensu. Lub odwrotnie — po dokonaniu inwestycji niska obecnie rentowność znacznie się poprawi.

W zasadzie należałoby powiedzieć, iż spółka, która nie uzyskuje wymaganej, minimalnej rentowności, powinna zaprzestać działalności, zlikwidować się i zwrócić swój kapitał własny akcjonariuszom w formie gotówki. Jednak w praktyce zwykle nie jest to realne. Po pierwsze, często posiadany majątek jest trudno zbywalny lub wręcz niezbywalny. Czasem są to tylko pozycje księgowo w rodzaju „wartość firmy”. Po drugie, każda spółka ma bardzo duże koszty likwidacji — np. konieczność wypłacania odpraw, koszty sprzedaży majątku itp. Co jednak najważniejsze — interesuje nas przyszłość, a nie wyniki historyczne. Spółkę powinniśmy oceniać w zakresie perspektyw uzyskiwania zysku w przyszłości, a nie uzyskanego już w przeszłości. Dynamicznie rozwijające się firmy mogą wykazywać mniejszy zysk bieżący z racji ponoszonych inwestycji. Dopiero perspektywa kształtowania się rentowności w przyszłości, i to w dłuższym okresie, da nam właściwy pogląd na spółkę.

## **Czy skup własnych akcji jest lepszy niż dywidenda**

Może istnieć wiele powodów, dla których spółka i jej akcjonariusze podejmują decyzję o przeprowadzeniu skupu własnych akcji i ich umorzeniu. Na przykład może chodzić o restrukturyzację źródeł kapitału poprzez zwiększenie udziału kapitału obcego w finansowaniu działalności czy o powiększenie udziału w głosach dotychczasowych właścicieli. Na ogół jednak uzasadnia się taką operację spodziewanymi korzyściami finansowymi dla akcjonariuszy poprzez zwiększenie wartości jednej akcji.

## Kto korzysta na skupie akcji

W literaturze i praktyce rynkowej często można się spotkać z podejściem, iż skup akcji własnych jest sposobem wypłacania gotówki akcjonariuszom i to sposobem lepszym niż wypłata dywidendy. Jednak nie zawsze jest to sposób lepszy — bywa taki tylko w określonych sytuacjach. Wydaje się też, że znaczenie wykupu bywa przeceniane.

Dlaczegoż to akcjonariusze mieliby w ogóle korzystać na skupie akcji własnych i dlaczego miałyby to być sposobem wypłaty im gotówki? Otóż możemy rozważać potencjalnie dwie grupy udziałowców, którzy mogą na tym skorzystać. Jedni to ci, którzy sprzedadzą akcje spółce. Drudzy to ci, którzy pozostaną z akcjami i być może skorzystają na wzroście wartości akcji lub dywidendy. W wypadku akcjonariuszy sprzedających akcje trudno właściwie mówić o jakiegokolwiek korzyści. Transakcje odbywają się przecież na anonimowym rynku giełdowym i tylko mały procent transakcji kupna będzie dokonany przez spółkę. Oferty kupna akcji przez spółkę z punktu widzenia sprzedającego niczym się nie różnią od innych ofert rynkowych. Miałyby to jeszcze sens na rynku zupełnie niepłynnym, ale zakładamy, że mówimy o spółkach giełdowych i że giełda jest rynkiem płynnym. Przede wszystkim zaś, gdyby rzecz była fundamentalnie korzystna dla osób sprzedających akcje, to dokonywałby się transfer wartości akcji od akcjonariuszy, którzy pozostają z akcjami, do akcjonariuszy sprzedających akcje. W efekcie kurs akcji spadałby, zamiast iść w górę. Trzeba zatem zakładać, iż proces skupu i umorzenia własnych akcji jest korzystny dla akcjonariuszy pozostających z akcjami, czyli transfer wartości odbywa się od sprzedających akcje do akcjonariuszy pozostających z akcjami. Czy istotnie jest tak zawsze?

Tak czy inaczej korzyści akcjonariuszy sprowadzają się tylko do zysku z hipotetycznego wzrostu kursu akcji (lub raczej względnego wzrostu — w stosunku do sytuacji bez skupu) lub przychodu z dywidendy w przyszłości — czyli do wzrostu wartości fundamentalnej akcji.

## Dlaczego wartość fundamentalna akcji ma rosnąć wskutek ich skupu?

Rozważmy pewien model działania spółki. Zakładamy, iż akcje są skupowane ostatecznie w celu umorzenia, czyli przestają istnieć po skupie, bo przecież powtórna odsprzedaż (np. pracownikom czy zarządowi) skupionych przez spółkę akcji nic by w interesującej nas sytuacji nie zmieniła — powróciłby stan pierwotny,

tyle że akcje przeszłyby w inne ręce. Spodziewaną korzyścią będzie więc wzrost wartości fundamentalnej w przeliczeniu na jedną akcję, wynikły z umorzenia części pozostałych udziałów, gdyż potencjał spółki będzie rozłożony na mniejszą liczbę papierów wartościowych.

A zatem z jednej strony, spółka wydaje swoje środki na skup akcji. Pozbywając się kapitału, zmniejsza swoją wartość. Z drugiej jednak strony, zmniejsza się liczba akcji, czyli mniej jest uczestników do podziału wartości firmy. Mamy więc dwa przeciwstawne procesy i w związku z tym pytanie — kiedy opłaca się prowadzić skup akcji? Intuicja podpowiada w pierwszej chwili, że opłaca się zawsze, kiedy kurs giełdowy jest niższy niż wycena. Jak się okazuje, nie jest to zgodne z prawdą — nawet gdybyśmy umieli dokonać dokładnej wyceny.

### **Scenariusz skupu za odłożone środki**

Jeżeli założymy scenariusz, że spółka ma odłożone środki na wykup akcji — tj. środki przeznaczone na wykup akcji nie wpływają na działalność operacyjną — można łatwo wykazać, iż skup akcji nie wpływa w żaden sposób na cenę, bo nie zmienia się wartość fundamentalna akcji. To w zasadzie proces odwrotny do nowej emisji akcji. Tyle samo kurs akcji traci przez wypływ gotówki ze spółki, ile zyskuje przez umorzenie kupionych akcji.

Ktoś może stwierdzić, że to w zasadzie identycznie jak w przypadku dywidendy. Też powinna być ona obojętna cenowo — czyli cena akcji po wypłacie powinna spaść o wielkość wypłaconej dywidendy. To prawda. Jednak główną zaletą dywidendy jest zmniejszenie ryzyka inwestycyjnego poprzez pojawienie się dla inwestora alternatywy: sprzedaż lub branie dywidend. Dywidenda jest też pewniejszym wpływem niż wzrost ceny akcji. W rezultacie mniejszego ryzyka spada koszt kapitału własnego, czyli na końcu zwiększa się wycena akcji. Tego zaś efektu fundamentalnego nie osiągamy przy skupie. Inwestor nie uzyskuje dodatkowej alternatywy, a ryzyko inwestycyjne i koszt kapitału się nie zmniejszają. Drugą korzyść z dywidendy to zastąpienie iluzji posiadania kontroli nad przepływami faktyczną kontrolą nad posiadaną gotówką. Tego również nie uzyskujemy przy skupie i umorzeniu akcji.

Z tego punktu widzenia dywidenda jest lepsza niż skup akcji własnych. Minusem dywidendy, o którym trzeba pamiętać, jest zwykle wcześniejsze płacenie podatku od zysków kapitałowych — przy wypłacie dywidendy, a nie dopiero

przy rozliczaniu sprzedaży akcji — czyli kilka miesięcy po zakończeniu roku. W międzyczasie te środki mogłyby przynosić zyski inwestorowi. Nie niweluje to jednak całkowicie korzyści z dywidendy. A zatem przy wypłacie dywidendy wartość fundamentalna jednej akcji wzrasta, przy skupie akcji za odłożone środki i ich umorzeniu pozostaje bez zmian.

Jednak scenariusz kupna akcji za środki czekające bezproduktywnie jest mniej przystający do rzeczywistości niż drugi scenariusz.

### **Scenariusz skupu za środki służące do prowadzenia działalności operacyjnej**

Możemy też rozważyć bardziej złożony model. W tym modelu posiadane środki służą bieżącemu osiągnięciu zysków spółki, a nie tylko bezproduktywnie czekają na wypłatę dywidendy lub skup akcji. Takie założenie jest z pewnością w większości spółek bliższe życiu. A zatem opieramy się na następujących założeniach:

1. Wartość ROE jest stała.
2. Skupione akcje są umarżane.
3. Na kurs wpływa tylko wartość fundamentalna, wyrażana poprzez zysk na jedną akcję w wolnym obiegu.
4. Nie występuje problem ograniczonej płynności.

1. Założenie, iż rentowność jest stała niezależnie od wielkości kapitału, może być najbardziej dyskusyjne. Przede wszystkim trzeba powiedzieć, iż są firmy, które po prostu nie potrzebują obecnie kapitału i mogą go wypłacić. To prawda, i w takim wypadku trzeba wrócić do poprzedniego scenariusza. Jednak nawet środki trzymane po prostu na lokacie przynoszą jakieś zyski. Można również powiedzieć, iż im większe rozmiary firmy, tym trudniej znaleźć dla kapitału możliwość opłacalnego zainwestowania. Jednak z drugiej strony, im większa firma, tym większe możliwości podjęcia niedostępnych wcześniej tematów i tym większe możliwości ewentualnych synergii. Mamy więc dwa znośące się wzajemnie elementy. Dlatego założenie stałej stopy ROE w określonym modelu biznesu zapewne nie jest dużym błędem.

2. Zakładamy umorzenie skupionych akcji. Jeśliby do tego nie doszło, alternatywą byłaby odsprzedaż akcji z zyskiem lub ze stratą. Byłoby to więc już

tylko zagadnienie gry rynkowej na akcjach (omawiane dalej), a nie zagadnienie fundamentalne.

3. Zakładamy, iż wpływ na cenę mają czynniki o charakterze fundamentalnym, a nie spekulacyjnym. W dłuższym terminie to na ogół będzie prawdą. Tutaj wartość fundamentalna jest tożsama z zyskiem na jedną akcję, a więc pośrednio również z wysokością potencjalnej dywidendy, jaką otrzyma w przyszłości akcjonariusz. Tu znów można by dyskutować, iż istotny jest nie tyle zysk, co przepływy. Jest to jednak moim zdaniem podejście nie do końca trafne — o czym staram się cały czas przekonywać. Ponadto o ile model działalności nie ulega znaczącej ewolucji, istnieje zwykle znaczna korelacja pomiędzy zyskiem a przepływami.

4. Zakładamy też, iż rynek jest płynny, a w związku z tym odkup akcji własnych przez spółkę od akcjonariuszy nie ma związku z brakiem możliwości sprzedaży akcji w normalnym trybie.

Stosownie do powyższych założeń akcje opłaca się skupować, jeżeli zysk na jedną akcję po wykupie ( $EPS_1$ ) będzie wyższy niż przed wykupem ( $EPS_0$ ),  $EPS_1 / EPS_0 > 1$ .

Mamy:

$$\begin{aligned} Z_0 &= K \cdot ROE \\ Z_1 &= (K - W) \cdot ROE \\ EPS_0 &= K \cdot ROE / L \\ EPS_1 &= (K - W) \cdot ROE / (L - W / C) \end{aligned}$$

Gdzie:

$Z_0$  — zysk przed wykupem

$Z_1$  — zysk po wykupie (zakładamy dla uproszczenia roczny cykl operacji)

$K$  — kapitał własny

$W$  — środki przeznaczone na wykup

$L$  — pierwotna liczba akcji

$C$  — cena rynkowa akcji (zakładamy, że nie zmienia się w trakcie całej operacji)

Przyjmując, że  $V$  (kapitalizacja) =  $L \cdot C$ , po podstawieniu do wyjściowego wzoru i przekształceniach otrzymujemy prostą zależność:

$$V < K, \text{ czyli } C < BVPS$$

A zatem skup jest opłacalny (tj. przynosi korzystne efekty fundamentalne dla akcjonariuszy) tylko wtedy, gdy kapitalizacja jest mniejsza od wartości księkowej albo inaczej: gdy cena rynkowa (cena skupu) jest mniejsza od wartości księkowej na jedną akcję. Nie mają znaczenia inne czynniki, takie jak wycena czy osiągnięta rentowność, co jest wnioskiem nie do końca zgodnym z naszym początkowym intuicyjnym odczuciem. Tylko w takim przypadku będziemy mieli do czynienia z transferem wartości akcji od osób sprzedających akcje do pozostających z akcjami, a nie odwrotnie.

Co więcej, nawet jeżeli cena akcji jest mniejsza od wartości księkowej, ale mamy do czynienia z typowymi relacjami wartości, jakie na ogół spotyka się w operacjach skupu, to okazuje się, że wpływ takiego działania na wartość fundamentalną akcji jest bardzo mały.

Wracając znów do wyjściowych wzorów, obliczmy teraz, jak duży jest przyrost wartości ( $X$ ), czyli  $X = \text{EPS}_1/\text{EPS}_0$ . Po przekształceniach mamy:

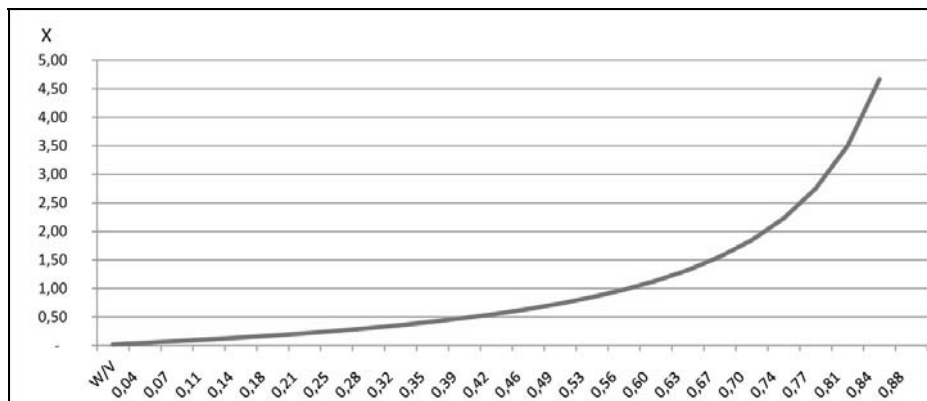
$$X = \frac{V}{K} \cdot \frac{K - W}{V - W} \quad (8.3)$$

Czyli efekt zależy od trzech parametrów: kapitału własnego, kapitalizacji i wielkości kwoty przeznaczonej na wykup. Można zwrócić uwagę, że pierwszy człon równania to inaczej wskaźnik  $C/Wk$ , jednak wniosek, że przyrost wartości jest tym większy, im wyższy jest wskaźnik  $C/Wk$ , byłby nieprawdziwy. Jest odwrotnie, albowiem równanie jest zależne przede wszystkim od wielkości kwoty przeznaczonej na wykup ( $W$ ) w stosunku do kapitalizacji ( $V$ ).

Poniżej pokazano zależność przyrostu wartości ( $X$ ) od proporcji „kwota na wykup” w stosunku do „kapitalizacji” ( $W/V$ ) przy założeniu stałej relacji kapitalizacji i kapitału własnego ( $V/K = \text{const}$ ). Zależność ma postać funkcji wykładniczej. Nachylenie wykresu tej funkcji jest z początku niewielkie i rośnie powoli, szybko się zwiększając dopiero wtedy, gdy kwota przeznaczona na wykup sięga 60% kapitalizacji rynkowej.

A jak się to ma do ewentualnej zamiany kwoty na wykup na wypłatę dywidendy? Wtedy proporcja  $W/V$  jest stopą dywidendy. Jak pisałem, dywidenda w zasadzie byłaby dla akcjonariuszy obojętna cenowo (nie wpływałaby na cenę akcji), gdyby nie efekt zmniejszenia się ryzyka inwestycyjnego. Czyli akcjonariusz tyle samo zyskuje na wypłacie dywidendy, ile traci na kursie akcji. Jednak równocześnie kurs idzie w górę na skutek większej pewności inwestycyjnej. Ten spadek ryzyka i wzrost kursu jest trudny do oszacowania. Załóżmy jednak, że koszt





**Rysunek 8.1.** Zależność wskaźnika „przyrost wartości” (X) od proporcji „kwota na wykup” w stosunku do „kapitalizacji” (czyli W/V)

kapitału spada o jeden punkt procentowy. Ma to bardzo silny wpływ na wycenę i potencjalną cenę rynkową. W modelu przepływowym (DCF) wycena rośnie o około 7,5%, a w modelu dywidendowym (wartości oczekiwanej) aż o 35%.

Ogólnie zatem można powiedzieć, iż przy umiarkowanych kwotach przeznaczanych dla akcjonariuszy lepszym wyjściem jest dywidenda. Przy proporcjonalnie dużych kwotach lepszy jest skup i umorzenie własnych akcji — cały czas przy założeniu, iż skupujemy poniżej wartości księgowej.

### Lepszy skup akcji czy dywidenda?

Czy zatem dla akcjonariusza bardziej opłacalny jest wykup akcji przez spółkę i ich umorzenie, czy wypłata dywidendy? Częściowo odpowiedź zależy od sytuacji spółki, a przede wszystkim od proporcji środków na wykup w stosunku do kapitalizacji oraz stopnia przeceny poniżej wartości księgowej.

Przy przykładowych parametrach:

kapitalizacja (V) = 500 mln zł

kapitał własny (K) = 700 mln zł

kwota na wykup (W) = 50 mln zł

z równania 8.3 otrzymamy zwiększenie wartości na poziomie 3,17% (iloraz X pomniejszony o 1). Jest to wielkość pomijalna, praktycznie bez znaczenia dla wyceny fundamentalnej. Ale gdy już przeznaczymy na wykup (W) na przykład kwotę 200 mln zł, otrzymamy zwiększenie wartości (X-1) na poziomie 19%.

Jest to nie tylko zauważalne, ale może też przynieść akcjonariuszom większą korzyść niż wypłata dywidendy. Podobnie przy spadku kapitalizacji ( $V$ ) do poziomu 100 mln zł zwiększenie wartości fundamentalnej wyniesie aż 80% pomimo przeznaczenia tej samej wyjściowej kwoty na wykup — 50 mln zł. Nigdy nie uzyskamy takiego efektu poprzez samą wypłatę dywidendy.

---

Skup i umorzenie akcji może przynosić akcjonariuszom większe korzyści niż dywidenda, ale tylko w określonych sytuacjach.

---

Wykup i umorzenie akcji może być bardziej opłacalne niż dywidenda, ale tylko w określonych warunkach. **Spółki powinny przeprowadzać skup i umorzenie akcji przede wszystkim przy znacznym spadku ceny rynkowej poniżej wartości księgowej.**

Czyli podsumowując — mamy do dyspozycji kwotę  $W$  — do wypłaty jako dywidenda lub do przeznaczenia na wykup. Czyli  $W/V$  to inaczej stopa dywidendy. Kwota  $W$  przeznaczona albo do wypłaty, albo na wykup tak czy inaczej bezzwrotnie znika z majątku spółki, zmniejszając jej wycenę rynkową.  $W$  zamian:

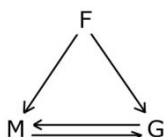
- W wypadku wypłaty dywidendy akcjonariusz otrzymuje dywidendę, przez co wycena jego akcji zmniejsza się, ale też i zwiększa na skutek mniejszego ryzyka.
- W wypadku wykupu i umorzenia akcjonariusz posiadający akcje nie otrzymuje bezpośrednio gotówki, ale zwiększa się wartość jego akcji (przy notowaniu poniżej wartości księgowej).

Wykup akcji własnych przez spółkę jest korzystny dla akcjonariuszy, ale tylko jeśli:

1. Ich cena jest poniżej wartości księgowej.  $W$  przeciwnym razie lepsza jest dywidenda.
2. Kwota na wykup jest na tyle istotna, aby efekt był zauważalny.  $W$  przeciwnym razie lepsza jest dywidenda. Niewielka kwota przeznaczona na wykup nie da żadnych praktycznych rezultatów od strony wzrostu wartości fundamentalnej akcji.

## Powody hipotetycznego wzrostu kursu akcji

Wzrost kursu to korzyść typu spekulacyjnego. Można go rozpatrywać pod kątem trzech wpływających na niego elementów: oczekiwań fundamentalnych, czynnika marketingowego i gry rynkowej. Te trzy elementy są na ogół wzajemnie ze sobą powiązane, wedle schematu:



Oczekiwania fundamentalne wpływają na marketing i grę rynkową, czynniki marketingowe i gry rynkowej wzajemnie na siebie oddziałują, brak natomiast wpływu marketingu i gry rynkowej na fundamenty, które przynajmniej w teorii powinniśmy określać obiektywnie, w oderwaniu od wspomnianych czynników. W związku z tym wydaje się, iż najważniejszym czynnikiem potencjalnego wzrostu kursu jest element fundamentalny — wpływa on bowiem na pozostałe elementy. O wpływie oczekiwań fundamentalnych już pisałem, omówię więc jeszcze pozostałe elementy.

## Czy skup akcji własnych ma wpływ na spekulacyjny potencjał wzrostu

### Podejście od strony gry rynkowej

Z punktu widzenia czysto spekulacyjnego (gry rynkowej) skup akcji własnych może hipotetycznie przynieść dwojakie korzyści: po pierwsze, przy korzystnym kształtowaniu się sytuacji rynkowej może dać możliwość droższej odsprzedaży kupionych tanio akcji, a po drugie, ograniczając free-float, można ograniczyć podaż akcji na rynku, co powinno skutkować wyższą ceną.

Kupno akcji poniżej ich rzeczywistej wartości (jakkolwiek by ją rozumieć) powinno prędzej czy później przynieść zysk. Z tego punktu widzenia nabywanie tanich akcji spółki jest właściwym ruchem — jeżeli pominiemy kwestię, że firmy powinny zajmować się spekulacjami giełdowymi, a nie działalnością operacyjną. Jednak to samo można powiedzieć o kupnie każdych akcji. W tym aspekcie nabycie akurat akcji własnych nie daje więc żadnych dodatkowych korzyści dla akcjonariuszy. Ulega się w tym przypadku psychologicznemu zjawisku iluzji kontroli,

o której była mowa w rozdziale 1. Aby zarobić w ten sposób, należy wybierać akcje maksymalnie tanie, a nie akurat akcje własne.

Wedle zwolenników skupu ograniczenie free-float mogłoby pozytywnie wpłynąć na notowania przez ograniczenie podaży, o ile będzie to znacząca liczba lub mamy do czynienia ze spółką o stosunkowo niskiej płynności. Ten element wydaje się na pierwszy rzut oka najpoważniejszym argumentem za skupem akcji własnych, choć trudno go skwantyfikować.

Gdyby wierzyć w efektywność rynku, ten element nie miałby wręcz żadnego znaczenia — decydują przecież wyłącznie czynniki fundamentalne. Ale my już przecież nie wierzymy w to założenie. Jak wspomniałem wcześniej, mniejsza płynność powoduje niższe wyceny. Gdyby ograniczenie płynności miało wpływać pozytywnie na ceny rynkowe, najwyższe ceny osiągałyby akcje całkiem niepłynne. Tymczasem wiemy, że jest odwrotnie. To akcje, którymi łatwiej obracać, są cenniejsze dla inwestorów. Zmniejszanie wolumenu obrotu akcji ograniczy bowiem akcjonariuszom możliwość realizacji korzyści w postaci sprzedaży większego pakietu akcji lub spowoduje wydłużenie okresu realizacji transakcji kupna i sprzedaży. Skutkiem może być mniejsze zainteresowanie takimi akcjami i niższe notowania. Bazowanie na ograniczeniu free-float jako podstawie do zwiększenia ceny jest więc drogą nader wątpliwą. Ba, może wręcz zaszkodzić.

Jest jednak również inny potencjalny efekt. Jeżeli skup jest przeprowadzany w okresie spadków, czyli zazwyczaj przy dużej podaży akcji, dodatkowy popyt może okresowo zwiększyć płynność, co z kolei przyczyniłoby się do zwiększenia wartości papieru. Jednak byłby to efekt krótkotrwały, gdyż akcje kupione przez spółkę znikają z rynku.

Jak zatem widać, korzyści przy podejściu do skupu własnych akcji od strony gry rynkowej są nader wątpliwe, a co najmniej nie pewne.

### **Podejście marketingowe**

Korzyścią marketingową jest danie rynkowi jasnego sygnału: „uważamy akcje za niedowartościowane”. Jest to ważny element, ale niestety może on być zniszczony przez element niekorzystny — grę rynkową. Na przykład inwestorzy mogą iść w stronę teorii spiskowych. Mogą podejrzewać, iż w okresie skupu ceny akcji będą przez skupującego zaniżane, aby umożliwić tańszy skup i np. zwiększyć jego zarobek na akcjach. Takie działanie byłoby wprawdzie niełatwe do przeprowadzenia i wiązałoby się ze złamaniem prawa, ale jednak jest możliwe. Może się na nie składać na przykład generowanie przez spółkę czy akcjonariuszy celowo

niekorzystnych informacji czy udawanie nadzwyczajnej podaży przez wystawianie na sprzedaż dużych pakietów nie z zamiarem rzeczywistej sprzedaży, ale raczej straszenia podażą. To, czy w opinii rynku przeważa wiara w niedowartościowanie akcji, czy obawa przed spiskową teorią zaniżania kursu, zależy od charakteru spółki, reputacji jej menedżerów czy też reputacji całej firmy.

Minusem może być to, że zarząd nie ma możliwości rozwoju lub pomysłu na rozwój, zwłaszcza gdy dysponuje gotówką pozostałą z emisji. No i wreszcie prawie nie ma firm, które nie korzystają z kapitałów obcych, na przykład kredytów. Tym samym również skup jest finansowany choćby pośrednio z kredytów — czyli przy określonym koszcie finansowym.

---

**W większości operacji skupu i umorzenia akcji więcej jest marketingu niż działania fundamentalnego.**

---

Wszystko to razem powoduje, iż skup i umorzenie akcji własnych zwykle nie ma wielkiego wpływu na spekulacyjny potencjał wzrostu. Programy skupu własnych akcji często nie spełniają pokładanych w nich nadziei. Przede wszystkim w warunkach typowych korzyści fundamentalne są tak małe, że właściwie pomijalne, a spekulacyjne nader wątpliwe.

Skup akcji własnych ma jednak pewną przewagę w stosunku do dywidendy. W szczególności korzystne są uwarunkowania podatkowe — od skupu akcji własnych akcjonariusz nie płaci podatku. Jednak zgodnie z tym, o czym pisałem przy okazji dywidendy, nie uwidacznia się jedna z podstawowych zalet jasnej polityki dywidendowej — zmniejszenie kosztu kapitału własnego w takiej spółce na skutek mniejszego ryzyka inwestycyjnego.

Na koniec warto powiedzieć, że skup akcji własnych podlega wielu ograniczeniom i rygorom prawnym. Trzeba o tym pamiętać, choć w tej książce nie omawiam bliżej tego tematu.

### **Efekty skupu akcji na naszym rynku**

W badaniach empirycznych i literaturze uważa się na ogół za dowiedzione istnienie pozytywnego związku pomiędzy ogłoszeniem o skupie akcji własnych a wzrostem kursu. Między innymi w przypadku naszego parkietu Henryk

Gurgul<sup>1</sup> mówi o wzroście kursu średnio o 1,3% (w stosunku do rynku) na drugi dzień po zapowiedzi umorzenia akcji własnych. Może to być prawdą. Jest dosyć logiczne, że zapowiedź umorzenia wywołuje reakcję rynku. Jednak skala tej reakcji, jak widać, nie zwala z nóg.

Sprawdziłem sam, jak w przeszłości zachowywały się spółki ogłaszające skup własnych akcji. Wyjściowa grupa to 47 spółek. Brałem pod uwagę zachowanie przed formalnym ogłoszeniem komunikatu o skupie, jako że jest oczywiste, że samo uchwalenie skupu jest już przez rynek wcześniej przewidywane na podstawie innych informacji. Wybrałem okres miesiąca przed komunikatem o skupie. Sprawdziłem też, czy samo ogłoszenie informacji o skupie wywiera nieco trwalszy wpływ — tutaj w perspektywie pięć następnych sesji. Następnie patrzyłem, czy samo prowadzenie skupu wywołuje wpływ na notowania. Różny był czas trwania skupów. Niektóre zajmowały kilka miesięcy. Niektóre wręcz ciągnęły się przez parę lat, często w formie jednego skupu ogłaszanego tuż po drugim. Takie skupy traktowałem jak jeden skup. Skup zwykle rozpoczynał się tuż po komunikacie, ale bywało, że rozpoczęcie było znacznie przesunięte w czasie. Interesowało mnie wtedy faktyczne rozpoczęcie działań. Analizowałem okres sześciu miesięcy, wychodząc z założenia, że po takim okresie powinny już być ewentualnie widoczne jakieś efekty działań. Jeżeli nie minęło jeszcze sześć miesięcy, brany był pod uwagę okres faktyczny, o ile był on dłuższy niż trzy miesiące. Spółki, gdzie okres był krótszy niż trzy miesiące, nie były brane pod uwagę. Nie wszystkie początkowo rozważane spółki spełniły kolejne kryteria. Jedna spółka została wyłączona z badań po walnym zgromadzeniu, gdyż walne, wbrew projektom, nie uchwaliło skupu. Następne spółki nie spełniły kryterium minimum trzech miesięcy lub pomimo uchwały nie rozpoczęły faktycznych działań związanych ze skupem.

Uzyskane wyniki są dosyć zaskakujące. Wydawało się, że efekt przeprowadzenia skupu będzie widoczny i dobry dla notowań. Powody są, między innymi, następujące:

- w literaturze opisuje się istnienie takiego pozytywnego efektu;
- przy skupie akcji poniżej ich wartości księgowej powinien istnieć faktyczny, pozytywny efekt fundamentalny;
- istnieje efekt psychologiczny skupu;

---

<sup>1</sup> H. Gurgul, *Analiza zdarzeń na rynkach akcji*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2012.

- wedle niektórych oczekiwań ograniczenie free-float może pozytywnie wpłynąć na cenę;
- spółki przeprowadzające skup powinny być w dobrej, lepszej niż przeciętna kondycji finansowej.

Wbrew oczekiwaniom nie da się zaobserwować w naszych realiach pozytywnego oddziaływania skupu akcji własnych na notowania spółek.

Tabela 8.1. Zachowanie się kursów spółek na GPW przeprowadzających skup własnych akcji

	Zmiany w okresie jednego miesiąca przed ogłoszeniem komunikatu		Zmiany w okresie pięciu kolejnych sesji od dnia ogłoszenia komunikatu		Zmiany w okresie sześciu kolejnych miesięcy od dnia rozpoczęcia skupu	
	Spółki	WIG	Spółki	WIG	Spółki	WIG
Badanych spółek	47		46		36	
Bez zmian	1	0	2	0	0	0
Wzrostów	22	18	16	19	15	17
Spadków	24	29	28	27	21	19
Średni wzrost (%)	1,334	-0,634	-2,038	-0,291	-10,908	-6,867
Względny wynik w stosunku do WIG (%)	<b>1,968</b>		<b>-1,747</b>		<b>-4,041</b>	
Liczba spółek zachowujących się lepiej niż WIG	24		18		15	
Liczba spółek zachowujących się gorzej niż WIG	23		28		21	

W szczególności można wyciągnąć następujące wnioski:

Korzystny wpływ skupu na cenę widoczny był raczej w okresie przed jego rozpoczęciem – co może potwierdzać efekt bardziej marketingowy niż fundamentalny.

1. Skupy były przygotowywane i przeprowadzane zwykle w okresie, kiedy na giełdzie trwała tendencja zniżkowa — to nie jest niespodzianką. We wszystkich rozważanych okresach WIG częściej spadał, niż rósł.
2. Jeżeli już występował pozytywny wpływ na notowania, to tylko w okresie przed samym ogłoszeniem skupu — dyskontowano sam fakt ogłoszenia

skupu. Średnio badane spółki przez ten miesiąc były mocniejsze niż WIG o niecałe 2%.

3. Po ogłoszeniu skupu przez następnych pięć sesji spółki zachowywały się zaskakująco słabo. Średnio spółki spadały gorzej niż WIG o 1,75%. To całkiem sporo jak na pięć sesji.

4. Spółki były zwykle słabsze niż WIG również w kolejnych miesiącach. Przeciętnie o przeszło 4%. To też nie tak mało.

Muszę powiedzieć, że rezultaty są dość zaskakujące. Jednak nie wszystkie wyjściowe założenia były prawdziwe. Między innymi:

- Spółki, które przeprowadzały skup, niekoniecznie były w dobrej kondycji finansowej. Niektóre prowadziły skup, choć równocześnie wykazywały straty. Bezsprzecznie istnieje korelacja pomiędzy słabą kondycją finansową a niską ceną notowań. Istnieje też zależność pomiędzy niską ceną notowań a decyzją o skupie. Właśnie słaba kondycja finansowa może być główną przyczyną spadku notowań pomimo skupu akcji.
- Skup był prowadzony w okresie dekonjunktury giełdowej. Siłą rzeczy spadki dotyczyły w większym stopniu spółki bardziej wrażliwe (w stosunku do średniej) na koniunkturę — również w okresie prowadzenia skupu. Decyzja o skupie była konsekwencją wcześniejszych spadków, ale spadki spółek były kontynuowane z powodu trwania dekonjunktury i wrażliwości spółek na ten fakt.
- Tylko część spółek (27 z 47, które prowadziły skup) była notowana poniżej wartości księgowej. Nie dało się jednak zaobserwować pozytywnego związku między niską wartością księgową a korzystnym efektem skupu.
- Kwoty przeznaczane na wykup były w stosunku do kapitalizacji zwykle niezbyt duże, co wyjaśnia brak faktycznego efektu fundamentalnego.
- Zdarzały się spółki, które równocześnie deklarowały skup i nową emisję akcji. Trudno aby to mogło wywołać inny efekt niż spadek notowań.

Niestety zapewne nigdy się nie dowiemy, czy kursy spółek skupujących własne akcje nie spadłyby jeszcze bardziej, gdyby nie przeprowadzany skup. Na pewno jednak samo prowadzenie skupu nie było wystarczającym powodem, aby kupować akcje takiej spółki. Było nim raczej rozczarowanie inwestorów skupem, a nie satysfakcja z jego przeprowadzenia. Możliwe jest bowiem takie wyjaśnienie słabych efektów skupu: skup przeprowadzały szczególnie spółki, które były w złej



kondycji finansowej, miały gorsze perspektywy lub mocniej reagowały na dekonunkturę. W każdym razie z tej czy innej przyczyny były źle postrzegane przez rynek. Te przyczyny wywołały spadek cen, czego konsekwencją była z kolei decyzja o skupie. Przyczyna spadków trwała dalej, choć skup mógł złagodzić efekty. Niestety, przypuszczenie jest trudne do weryfikacji. Można też stawiać przypuszczenie, iż inwestorzy raczej liczyli na dywidendę, a jej brak i wprowadzenie skupu jako zamiennika było przyjmowane z niezadowoleniem — choć temu przeczyłby pozytywny efekt marketingowy przed ogłoszeniem skupu.

Modne obecnie na rynku twierdzenie, jakoby skup akcji własnych był lepszą alternatywą wobec dywidendy, moim zdaniem może być dyskutowane — przynajmniej w części przypadków. Korzyści dla drobnych inwestorów są co najmniej wątpliwe. Dlaczego zatem tak uparcie przeprowadza się skupy? Jednym z możliwych wyjaśnień jest to, że prawdziwym motywem wielu skupów było zwiększenie kontroli nad spółką przez dużych akcjonariuszy. Oznacza to większe korzyści dla inwestorów kontrolujących spółkę, a niekoniecznie stworzenie większej wartości dla drobnych inwestorów.

## Wpływ innych zjawisk na przyszłe notowania

Nie wszyscy badacze są zawsze w pełni zgodni odnośnie do reakcji rynku na określone wydarzenia. Sprawdźmy, jaka jest opinia większości z nich na temat wpływu różnych faktów na kursy.

- Wejście w skład lub wypadnięcie spółki ze składu indeksu większych spółek.

Na ogół wszyscy się zgadzają, że efekt tego faktu jest krótkoterminowy. Informacja o wejściu spółki do wyższego indeksu, w szczególności WIG20, powoduje krótkoterminowy wzrost notowań. Wzrost następuje jednak przed samym „awansem”, po nim zaś jest już spadek notowań. Odwrotna sytuacja występuje przy wypadnięciu ze składu „lepszego” indeksu. To zrozumiałe. Samo wejście w skład innego indeksu nie powoduje zmiany w funkcjonowaniu spółki, nie można więc liczyć na długoterminowe wzrosty. Natomiast część inwestorów spodziewa się, nie bez racji, że zaliczenie do lepszego indeksu skłoni inwestorów instytucjonalnych do kupna lub sprzedaży akcji takiej spółki, gdyż część funduszy interesuje się tylko spółkami z „wyższych” indeksów. Występuje tu typowa nadwrażliwość na złe informacje. Wypadnięcie z indeksu wywołuje trwalsze skutki niż „awans” spółki.

- Wielkość obrotów.

Według klasycznej interpretacji „obrót podąża za trendem”. Czyli wzrost obrotów ma pozytywny charakter przy wzrostach, negatywny przy spadkach. Obserwacje nie potwierdzają tego. Raczej wskazują, że wzrost obrotów ma na ogół pozytywny charakter. Szczególnie wskazuje się, że nadzwyczaj wysokie obroty na danej spółce często poprzedzają wzrosty. Natomiast nie da się wyraźnie powiedzieć, by bardzo niskie obroty zawsze wróżyły spadek.

- Ogłoszenie lub zmiana prognozy.

Samo ogłoszenie prognozy ma ogólnie charakter pozytywny. Zwykle wynika to z faktu, iż prognozuje się dobre wyniki. Zwiększenie prognozy ponad wcześniejsze oczekiwania powoduje wzrost kursu przy zwiększonych obrotach. Zmniejszenie prognozy powoduje spadek ceny i nadreaktywność rynku (spadek silniejszy niż wynikałoby to z samego spadku wartości fundamentalnej). Co ciekawe, zmniejszenie prognoz powoduje zwykle zwiększenie obrotu, zanim zaczną spadać ceny. Zwykle występowała reakcja na zmniejszenie prognoz, nawet jeżeli inwestorom powinny być wcześniej znane fakty, które powodują zmniejszenie prognoz.

- Zmiany stóp procentowych.

Ciekawe jest, że sama zmiana podstawowych stóp procentowych powoduje pozytywną reakcję rynku niezależnie od kierunku tej zmiany. Tymczasem klasyczna interpretacja mówi, iż spadek oprocentowania powinien powodować wzrost kursów, natomiast wzrost stóp procentowych — spadek kursów. Jest to zrozumiałe. Wiemy, jak stopy procentowe wpływają na wyceny akcji. Niższe stopy to też tańszy kredyt — zarówno dla inwestorów, jak i dla firm, a zatem mogą oni mieć więcej środków, a firmy wyższe zyski. Również inwestowanie w obligacje lub trzymanie środków na lokacie staje się mniej atrakcyjne wobec kupna akcji. Post factum mówi się więc albo o „zrozumiałej reakcji rynku” (przy spadku stóp), albo o reakcji typu „kupuj na fali plotek, sprzedawaj na podstawie faktów” (przy podwyżce stóp), a zatem o wcześniejszym dyskontowaniu oczekiwań rynku. Wydaje się jednak, że nie o to chodzi.

- Podział akcji.

Podział akcji zwykle ma pozytywny skutek dla notowań. Tłumaczy się to lepszą płynnością akcji i większą ich dostępnością dla drobnego akcjonariusza. Istnieć może też dla małych graczy efekt psychologiczny, który każe akcje o małym

nominalnie odbierać jako „tanie”. Split akcji jest jednak dyskontowany z wyprzedzeniem i sam fakt podziału już nie wywołuje reakcji rynku lub wręcz wywołuje reakcję negatywną. Na przykład Piotr Fiszeder i Edyta Mstowska<sup>2</sup> piszą, iż w sposób zauważalny statystycznie stopa zwrotu w okresie od 10. do 1. dnia przed splitem była większa od zera, natomiast w okresie od dnia splitu do 9. dnia po podziale mniejsza od zera. Jednak z kolei Katarzyna Kopczewska<sup>3</sup> (ale to starsze badania) pisze, iż w przeciwieństwie do zachodnich polscy inwestorzy reagują obojętnie na podział akcji.

- Emisja akcji.

W zasadzie wszyscy są zgodni, że nowa emisja akcji nie wpływa korzystnie na kurs. Często oznacza „rozwodnienie” wartości fundamentalnej akcji.

- Dywidenda.

Wszystkie badania potwierdzają bardzo istotny wpływ dywidendy na notowania — tj. pozytywny przy wypłacaniu dywidendy i negatywny przy rozczarowaniu w tym zakresie. Odczuwa się to na każdym etapie — tj. w fazie wstępnych zapowiedzi, właściwych decyzji czy przed dniem dywidendy. Mówimy tu rzecz jasna o średniej, typowej reakcji rynku. Czasem bowiem będzie tak, iż inwestorzy uznają wypłatę dywidendy za niekorzystną, bo np. szkodzącą planom inwestycyjnym, stwarzającą zagrożenie dla płynności czy pociągającą za sobą znaczne koszty finansowe dla spółki.

- Skup i umorzenie akcji.

Zdania są tu podzielone. Jednak w literaturze wskazuje się na ogół na pozytywne efekty ogłaszania procesu skupu i umorzenia akcji własnych. Ja osobiście mam nieco inne obserwacje — pozytywny efekt występował jedynie przed ogłoszeniem rozpoczęcia skupu. Sam skup nie przynosił już zwyżek cen akcji. Reakcja była zatem tylko spekulacyjna, a nie fundamentalna.

---

<sup>2</sup> P. Fiszeder, E. Mstowska, *Analiza wpływu splitów akcji na stopy zwrotu spółek notowanych na GPW w Warszawie*, [w:] *Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego*, Sopot 2011.

<sup>3</sup> K. Kopczewska, *Wpływ splitów na kursy akcji notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Szczecin 2004.

- Działania insiderów.

Powszechnie uważa się, że działania insiderów, między innymi członków zarządu czy rady nadzorczej, dobrze wskazują przyszłe zmiany notowań. A zatem kupno akcji jest dobrym znakiem, sprzedaż akcji złym. Członkowie organów spółki, jak i inne kluczowe dla spółki osoby oraz osoby z nimi powiązane muszą informować spółkę o tego typu działaniach. A zatem śledząc komunikaty spółki, będziemy mieli wiedzę o kupnie czy sprzedaży akcji przez takich insiderów — choć z lekkim opóźnieniem.

- Ogłoszenie rekomendacji.

Ogłoszenie rekomendacji analitycznej na ogół ma pewien wpływ na rynek, również w okresie przed upublicznieniem rekomendacji. Występuje tu jednak typowa nadwrażliwość na złe informacje. Efekt rekomendacji pozytywnych jest dyskusyjny. Wyraźny jest natomiast efekt negatywny rekomendacji w rodzaju „sprzedaj”.

- Zmiany w składzie zarządu.

Reakcje rynku mogą być bardzo zróżnicowane w zależności od charakteru zmian, osób zastępowanych czy spółki. Częściej jednak rynek reaguje negatywnie na zmiany.

- Nowy inwestor.

Pojawienie się w spółce nowego inwestora prawie zawsze jest odbierane pozytywnie.

# PROGRAM PARTNERSKI

GRUPY WYDAWNICZEJ HELION



- 1. ZAREJESTRUJ SIĘ**
- 2. PREZENTUJ KSIĄŻKI**
- 3. ZBIERAJ PROWIZJĘ**

Zmień swoją stronę WWW  
w działający bankomat!

**Dowiedz się więcej i dołącz już dzisiaj!**

<http://program-partnerski.helion.pl>

# To, co najcenniejsze, bywa ukryte dla ludzkich oczu...

Autor tej książki zaczął swoją przygodę z rynkami finansowymi niemal dwadzieścia lat temu. Bardzo szybko zorientował się, że coś tu nie gra — oficjalna wizja giełdy i podejście do wycen nie pokazują całej rzeczywistości. Bez znajomości realiów trudniej jest na giełdzie zarabiać pieniądze. Potrzeba było jednak nieco czasu, zanim autorowi udało się znaleźć i opisać ukrytą prawdę o zarabianiu na giełdzie. Wnioski ze swoich badań przedstawił w niniejszej książce. Gdy konsultował zawarte w niej tezy z innymi praktykami rynku, wielu z nich przyznawało, że mieli podobne odczucia i spostrzeżenia, jednak nie zawsze potrafili je dokładnie określić.

**Świadomy inwestor** w prosty i zwięzły sposób pokazuje, jak przeprowadza się wyceny w obowiązującym obecnie standardzie. Równocześnie autor książki w wielu miejscach rezygnuje z tradycyjnego spojrzenia na różne aspekty wycen — niekiedy nawet celowo nieco prowokacyjnie. Szczególnej uwadze Czytelnika polecamy nowatorskie podejście do inwestowania na giełdzie, jak również autorską metodę szacowania wartości — będącą właśnie odpowiedzią na problem „z rynkiem coś jest nie tak”. Bo rzecz jasna trudności związane z wyceną wartości spółek giełdowych nie wynikają z problemów rynku, tylko z przedstawianej nam jego wizji i stosowanych metod wycen. Sam rynek ma się świetnie.

**Paweł Zaremba-Śmietański** zajmuje się rynkami kapitałowymi od blisko dwudziestu lat, zarówno profesjonalnie, jak i jako prywatny inwestor. Był maklerem papierów wartościowych, analitykiem, zajmował się doradztwem na rynku kapitałowym, funduszem seed capital oraz operacjami kapitałowymi. Autor wielu publikacji, m.in. książki *Pieniądze leżą na parkiecie*, *Giełda dla niepokornych*. Obecnie jest dyrektorem zarządzającym ds. operacji kapitałowych w DM IDMSA i jednym z czołowych polskich specjalistów giełdowych, zwłaszcza w dziedzinie emisji publicznych.

książkiklasybusiness

Nr katalogowy: 6 126



Księgarnia internetowa:  
<http://onepress.pl>



Zamówienia telefoniczne:  
**0 801 339900**



**0 601 339900**

**o n e**  
p r e s s

Sprawdź najnowsze promocje:

• <http://onepress.pl/promocje>

Książki najczęściej czytane:

• <http://onepress.pl/bestsellery>

Zamów informacje o nowościach:

• <http://onepress.pl/nowosci>

Helion SA  
ul. Kościuszki 1c, 44-100 Gliwice  
tel.: 32 230 98 63  
e-mail: [onepress@onepress.pl](mailto:onepress@onepress.pl)  
<http://onepress.pl>

PARTNER WYDAWNICTWA



**Raiffeisen  
BROKERS**

Dor. Maklerski Raiffeisen Bank Polska S.A.

ISBN 978-83-246-2922-0



9 788324 629220

Cena 59,00 zł