

TOMASZ SŁOŃSKI

JÓZEF RUDNICKI

WPLYW PODZIAŁU AKCJI NA STOPEŹ ZWROTU Z INWESTYCJI W AKCJE

Wprowadzenie

Zgodnie z teorią finansów, jednym ze sposobów zwiększenia zamożności właścicieli jest podział akcji (split) przedsiębiorstwa. Podział akcji przedsiębiorstwa nie ma zasadniczego znaczenia dla analizy zapisów księgowych spółki – zmianie podlegają wyłącznie wskaźniki, w konstrukcji których wykorzystuje się liczbę akcji, jak np. zysk na jeden udział. Również wiele modeli zarządzania wartością przedsiębiorstwa nie wspomina o podziale akcji jako narzędziu, które może zwiększyć wartość spółki, ponieważ jest działanie związane z obecnością przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym.

Podział akcji może zwiększyć wartość spółki wyłącznie wtedy, gdy działanie to zwiększy wolumen zawieranych transakcji. Działanie nie będzie miało większego wpływu na wartość spółki, której akcjami nie obraca się na rynku publicznym. Zbyt wysoka cena akcji będzie zniechęcać inwestorów do kupna ze względu na ograniczoną możliwość dywersyfikacji mniej zasobnego portfela (bez uwzględnienia wpływu kosztów transakcyjnych). Czasami wysoka cena jest utrzymywana dla celów prestiżowych, ponieważ skutecznie zniechęca mniejszych graczy do nabywania akcji (kurs jednej akcji Berkshire Hathaway Inc. na koniec 25 lutego 2011 roku wyniósł 125 550 USD). Wzrost liczby zawieranych transakcji pozwoli na właściwą wycenę akcji, która będzie odzwierciedlać wszystkie dostępne publicznie informacje o spółce. Niewielka liczba transakcji może zależeć nie tylko od ceny akcji, ale i od niewielkiego zainteresowania daną spółką oraz nieznacznego udziału akcji w publicznym obrocie (tzw. free-floatem). Z tego względu przyjmuje się, że problemem niskiej płynności obrotu jest dotknięty segment spółek małych. W klasycznym modelu Fama-French¹ różnica pomiędzy stopą zwrotu małych i dużych spółek miała odzwierciedlać wpływ niewielkiej płynności. Dzieje się tak dlatego, że ryzyko działalności małych spółek może wynikać z niewielkiej płynności akcji oraz innego sposobu zorganizowania rynku obrotu akcjami małych spółek. Wielkość spółki jest skorelowana z różnicą

¹ E. Fama, K. French: *Size and book-to-market factors in earnings and returns*, "Journal of Finance" 1995, s. 131–155

(*spreadem*) pomiędzy ofertą kupna i sprzedaży w arkuszu zleceń², co może mieć wpływ na szybkość uwzględnienia informacji w cenie udziału i tym samym na dodatnią autokorelację miesięcznych stóp zwrotu.

Wzrost cen akcji można wytłumaczyć poprzez odczytanie podziału akcji jako bezkosztowego, endogenicznego sygnału przez inwestorów. W pionierskiej pracy z tego zakresu M. Brennan i P. Hughes³ przedstawili model, w którym zarząd, dysponujący niejawnymi informacjami, chce przyciągnąć uwagę analityków, aby dostrzegli dodatkową wartość tworzoną przez spółkę i przekazali ją inwestorom jako wzrost prognoz zysku⁴. Efekt taki jest uzyskany poprzez ogłoszenie splitu akcji, który, powodując zmniejszenie ceny udziału oraz zwiększenie kosztów transakcyjnych dla inwestora, zachęca analityków do uwzględnienia nowych informacji w rewizji prognoz finansowych spółki. Praktyczne wnioski dla tego modelu są następujące:

- liczba analityków zajmujących się spółką jest odwrotnie proporcjonalna do ceny akcji,
- liczba analityków zajmujących się analizą spółki wzrasta wraz ze skalą podziału akcji.

Obydwa wnioski zostały potwierdzone przez badania empiryczne.

W artykule przedstawiono wpływ podziału akcji na osiągnięcie ponadprzeciętnych stóp zwrotu przez spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Spółki decydują się na podział akcji w celu zwiększenia wolumenu zawieranych transakcji, co w konsekwencji pozwoli na zwiększenie stopy zwrotu z inwestycji w akcje.

Omówienie wyników dotychczasowych badań

Ponadprzeciętny wzrost wolumenu transakcji został przebadany na krajowym rynku giełdowym przez T. Słońskiego oraz R. Rudnickiego⁵. Wykazali oni, na podstawie analiz 62 splitów przeprowadzanych w latach 1992–2010, że ponadprzeciętna stopa wzrostu wolumenu na pierwszej sesji po dokonaniu splitu wyniosła: –186%, –212% oraz 45% dla metody średniej dopasowanej stopy zwrotu, metody modelu rynkowego oraz metody opartej na indeksie rynkowym.

² Por. R.G. Ibbotson, P.D. Kaplan, J.D. Peterson: *Estimates of Small-Stock Betas Are Much Too Low*, „Journal of Portfolio Management”, Summer 1997, s. 105.

³ M. Brennan, P. Hughes: *Stock Prices and the Supply of Information*, „Journal of Finance” 1991, vol. 6, s. 1665 – 1691.

⁴ Sugestie o tym, że split może stanowić informację o przyszłym poziomie przepływów pieniężnych można znaleźć w pracy E.F. Fama, L. Fisher, M. Jensen, R. Roll: *The Adjustment of Stock Prices to New Information*, „International Economic Review” February 1969, s. 1– 21.

⁵ T. Słoński, J. Rudnicki: *Wpływ podziału akcji na płynność spółek*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2010, nr 586, s. 137 – 146.

Badania przeprowadzone przez M. Grinblata, R. Masulisa oraz S. Titmana⁶ nad wpływem podziału akcji na wielkość stopy zwrotu w momencie ogłoszenia podziału akcji oraz w dniu ich podziału⁷. Dla dużej próby badawczej wyznaczyli istotną statystycznie stopę zwrotu równą 3,44%. Autorzy badania interpretowali podział akcji jako sygnał oczekiwanego wzrostu dywidendy. Jednocześnie dla całej próby (1360 akcji) odnaleźli istotny statystycznie zwrot z akcji w następnym dniu po dokonaniu splitu. W opublikowanych w latach 90. XX wieku badaniach nad wpływem efektu podziału akcji⁸ odnotowali ok. 7% dodatnią stopę zwrotu w roku następującym po dokonaniu splitu.

E.F. Fama starał się wyjaśnić ponadprzeciętną stopę zwrotu realizowaną przez inwestorów w okresie roku po przeprowadzeniu podziału akcji⁹. Zauważył on, że przeprowadzone badania obliczają zwrot dla akcji, które zostały zakupione i trzymane przez inwestora w zadanym horyzoncie inwestycyjnym. Tak obliczona stopa zwrotu jest porównana ze stopą zwrotu zrealizowaną z akcji będących wzorcem do porównań (benchmarkiem). Zalecał, aby w porównaniach stosować wskaźnik wykorzystujący skumulowane stopy zwrotu, a nie różnice w zrealizowanych stopach zwrotu.

Opis próby badawczej oraz metody naukowej

Autorzy dokonali analizy splitów przeprowadzonych przez spółki notowane na GPW w Warszawie w latach 2000–2010. Próba badawcza obejmuje 68 spośród 85 podziałów akcji dokonanych w tym przedziale czasowym, co stanowi 80% wszystkich splitów. Nieobjęcie wszystkich splitów z tego okresu wynika z braku dostępności danych dla tych spółek. Należy zaznaczyć, iż w przypadku niektórych podmiotów podział akcji został dokonany więcej niż jeden raz w czasie jego notowania na warszawskim parkiecie.

Badania na potrzeby niniejszego artykułu zostały przeprowadzone dla trzech horyzontów czasowych. Pierwszym z nich było określenie zachowania się stopy zwrotu z akcji poszczególnych podmiotów w tzw. dniu zerowym, czyli na pierwszej sesji po przeprowadzeniu splitu. Następnie przeprowadzono analizę wpływu podziału akcji na późniejsze zachowanie się stóp zwrotu z wszystkich akcji badanych spółek w ustalonym przedziale czasowym, który został określony jako $[-40; +40]$, co należy rozumieć jako okres od dnia 40. przed podziałem akcji, aż do dnia 40. po podziale, włączając również dzień zerowy.

⁶ M. Grinblat, R. Masulis, S. Titman: *The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends*, "Journal of Financial Economics", December 1984, s. 461–490.

⁷ Do próby badawczej włączono te spółki, które nie podawały żadnych ogłoszeń na trzy dni przed ogłoszeniem podziału akcji oraz wypływały dywidendy w okresie trzech lat poprzedzających ogłoszenie.

⁸ B. Dharen, D. Ikenberry: *The Long-Run Negative Drift of Post-Listing Stock Returns*, "Journal of Finance" 1995, 50, s. 1547–1574; D. Ikenberry, G. Rankine, E. Stice: *What do the stock splits really signal?*, "Journal of Financial and Quantitative Analysis", September 1996, s. 357–377.

⁹ E.F. Fama: *Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance*, "Journal of Financial Economics", September 1988, s. 283–306.

Analizę splitów przeprowadzonych przez 68 spółek, które w rozważanym okresie dokonały splitu, przeprowadzono, wykorzystując trzy metody, tj. metodę średniej dopasowanej stopy zwrotu, metodę modelu rynkowego oraz metodę opartą na indeksie rynkowym.

Metoda średniej dopasowanej stopy zwrotu

Pierwszy etap postępowania w ramach metody średniej dopasowanej stopy zwrotu stanowi wybór okresu czystego (z ang. *clean period*) będącego przedziałem czasowym, w którym nie miało miejsca żadne zdarzenie mogące mieć jakikolwiek związek z badanym parametrem, w tym wypadku wielkości obrotów. Następnie należy obliczyć średnią stopę zwrotu dla tak określonego okresu czystego.

W niniejszym artykule przyjęto, iż okres czysty będzie obejmował przedział $[-241; -41]$. W tak przyjętej konwencji średnia stopa zwrotu jest równa:

$$\hat{R}_{it} = \frac{1}{200} \sum_{-241}^{-41} R_{it}, \quad (1)$$

gdzie:

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

Wreszcie w ostatniej fazie metody średniej dopasowanej stopy zwrotu jest wyznaczenie ponadprzeciętnej stopy zwrotu. W tym celu posłużono się poniższym wzorem:

$$r_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it}, \quad (2)$$

gdzie:

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

\hat{R}_{it} – średnia stopa zwrotu w okresie czystym.

Metoda modelu rynkowego

Do największych zalet metody modelu rynkowego należy niewątpliwie fakt, iż uwzględnia ona czynnik ryzyka, który towarzyszy rynkowi kapitałowemu. Wyznaczanie ponadprzeciętnego przyrostu obrotu w ramach tej metody, rozpoczyna się, podobnie jak w przypadku poprzedniej metody od zdefiniowania okresu czystego. Następnie należy przeprowadzić analizę regresji dla każdego dnia z tego okresu, gdzie zmienną objaśnianą jest dzienna stopa zwrotu akcji danego podmiotu giełdowego, natomiast zmienną objaśniającą jest analogiczna wielkość dla indeksu WIG.

Oszacowane w ramach poprzedniej fazy obliczeń parametry α_1 oraz β_1 zostaną wykorzystane w procesie wyznaczania ponadprzeciętnej stopy zwrotu ze wzoru:

$$r_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_j - \hat{\beta}_j R_{mt}, \quad (3)$$

gdzie:

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

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

- $\hat{\alpha}_j$ – wyraz wolny uzyskany w wyniku analizy regresji,
 $\hat{\beta}_j$ – parameter kierunkowy uzyskany w wyniku analizy regresji,
 ε_{it} – błąd statystyczny, $\Sigma \varepsilon_{it} = 0$ dla okresu czystego.

Metoda oparta na indeksie rynkowym

Najważniejszym założeniem tej metody jest stała, w odniesieniu do innych papierów wartościowych, procentowa stopa zwrotu wyznaczona *ex ante*. Ponadto procentowy przyrost jest zgodny z założeniami modelu regresji dla współczynnika kierunkowego $\beta_i = 1$, dla wszystkich analizowanych spółek i $\alpha_i = 0$. Dla tak zdefiniowanych założeń ponadprzeciętnym przyrostem stopy zwrotu jest:

$$r_{it} = R_{it} - R_{mt}, \quad (4)$$

gdzie:

- R_{it} – stopa zwrotu faktycznie osiągnięta dla spółki i w dniu t ,
 R_{mt} – stopa zwrotu dla indeksu WIG w dniu t .

Istotność statystyczna uzyskanych wyników

Badanie istotności uzyskanych wyników przy wykorzystaniu trzech powyżej opisanych metod polegało na testowaniu hipotezy zerowej na poziomie istotności 1%, zgodnie z którą obliczone ponadprzeciętne stopy zwrotu są równe zero. Analogicznie do wyznaczania ponadprzeciętnych stóp zwrotu, badanie istotności statystycznej przeprowadzono analizując trzy różne warianty, tj. zachowanie wolumenu stóp zwrotu w dniu zerowym dla poszczególnych spółek, zachowanie stóp zwrotu w dniu zerowym dla wszystkich analizowanych czterdziestu dziewięciu spółek oraz zachowanie wolumenu w okresie $[-40; +40]$ dla wszystkich analizowanych 68 spółek. Zatem w pierwszym przypadku statystykę testową obliczano z następującego wzoru:

$$\frac{r_{jt}}{\hat{s}(r_j)}. \quad (5)$$

Analizując istotność wykorzystano rozkład t-Studenta,

gdzie:

- r_{it} – ponadprzeciętna stopa zwrotu dla spółki i w dniu t ,
 $\hat{s}(r_j)$ – odchylenie standardowe stopy zwrotu dla spółki i obliczone ze wzoru:

$$\sqrt{\frac{1}{199} \sum_{t=-240}^{-41} (r_{jt} - \bar{r}_j)^2} \quad (6)$$

dla 199 stopni swobody.

W przypadku analizowania istotności statystycznej uzyskanych wyników w dniu zerowym dla wszystkich badanych spółek statystykę testową uzyskiwano z poniższego wzoru:

$$t = \frac{AR_t}{\hat{S}(AR)} = \frac{\frac{1}{N} \sum_{j=1}^N r_{jt}}{\sqrt{\frac{1}{199} \sum_{t=-240}^{-41} (AR_t - \overline{AR})^2}}, \quad (7)$$

gdzie:

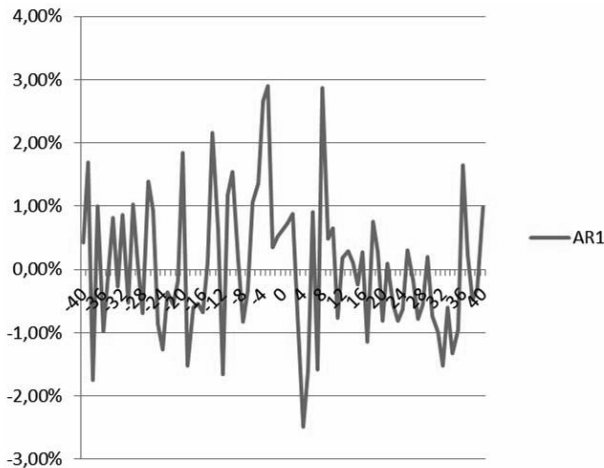
$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N r_{jt}, \quad (8)$$

natomiast:

$$\overline{AR} = \frac{1}{200} \sum_{t=-240}^{-41} (AR_t) \quad \text{oraz} \quad \hat{S}(AR) = \sqrt{\frac{1}{199} \sum_{t=-240}^{-41} (AR_t - \overline{AR})^2}. \quad (9)$$

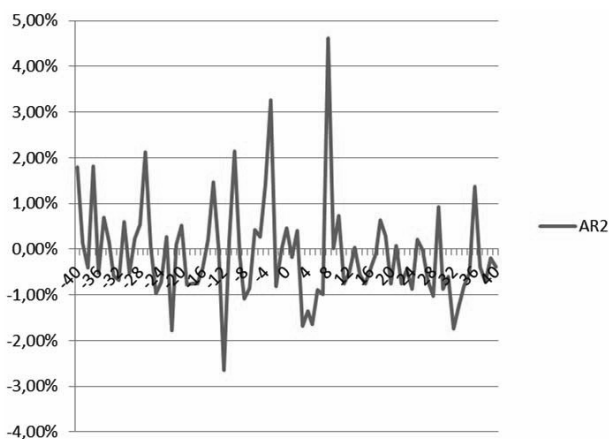
Opis wyników badań

Na pierwszym etapie badań obliczono ponadprzeciętne stopy zwrotu zgodnie z trzema metodami podanymi w poprzednim rozdziale. Ponadprzeciętne stopy zwrotu w całym okresie analizy wyznaczone na podstawie opisanych wcześniej metod zostały przedstawione na rysunku 1, 2 oraz 3.



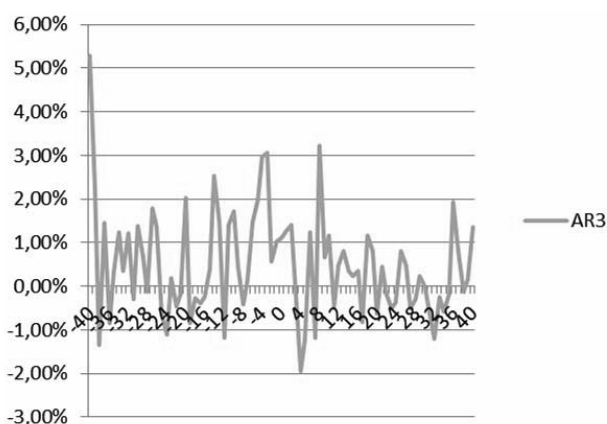
Rys. 1. Ponadprzeciętne stopy zwrotu zgodnie z metodą 1

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 2. Ponadprzeciętne stopy zwrotu zgodnie z metodą 2

Źródło: opracowanie własne.



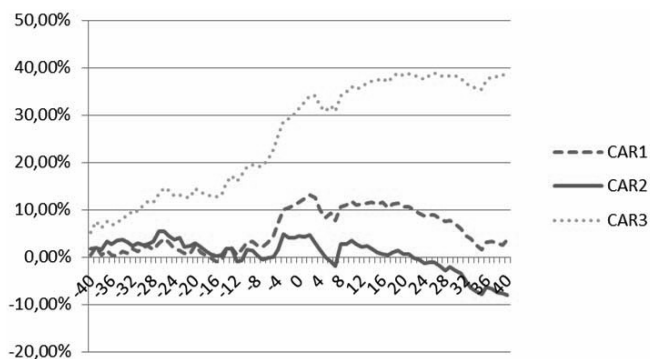
Rys. 3. Ponadprzeciętne stopy zwrotu zgodnie z metodą 3

Źródło: opracowanie własne.

Spośród trzech przedstawionych metod najmniejszą zmienność zaobserwowano dla ponadprzeciętnych stóp zwrotu opisanych jako AR1. Należy zaznaczyć, że poziom ponadprzeciętnych stóp zwrotu był do siebie zbliżony. Analizę wpływu przeprowadzenia splitu na zmianę kursu akcji przeprowadzono na dwa sposoby: analizę stóp zwrotu w osiągniętych w momencie splitu oraz w całym okresie analizy. W pierwszej kolejności przeanalizowano istotność statystyczną wpływu splitu akcji na ponadprzeciętną stopę zwrotu w pierwszym

dniu po dokonaniu splitu. Badanie istotności statystycznej ponadprzeciętnej stopy zwrotu osiągniętej w tym dniu pokazuje, że są one nieistotne statystycznie.

W okresie całej prognozy dokonano analizy skumulowanych stóp zwrotu zrealizowanych w okresie analizy. Skumulowane wielkości ponadprzeciętnych stóp zwrotu przedstawia rysunek 4.



Rys. 4. Skumulowane, ponadprzeciętne stopy zwrotu osiągnięte w całym okresie analizy

Źródło: opracowanie własne.

Badanie istotności statystycznej ponadprzeciętnych stóp zwrotu wykazało, że wszystkie skumulowane stopy zwrotu w analizowanym okresie były istotne (dla 99% poziomu ufności). Wszystkie trzy metody wskazują, że na 11 dni przed dokonaniem splitu następuje gwałtowny wzrost ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Dynamika przyrostów zmniejsza się na dwa dni przed przeprowadzeniem splitu. Dla dwóch metod efekt przyrostów stóp zwrotu trwa do drugiego dnia po splicie. Dla metody wykorzystującej ponadprzeciętną stopę zwrotu obliczoną dla modelu rynkowego w okresie (CAR2) od dwóch dni przed dokonaniem splitu do dwóch dni po podziale akcji – ponadprzeciętne stopy były bliskie zera.

Ponadprzeciętne stopy zwrotu reprezentowane przez linię CAR1 (metoda kalkulatoryjnie najprostsza) daje modelowy przebieg skumulowanych stóp zwrotu. W okresie poprzedzającym gwałtowne wzrosty (tj. do dnia 6. przed ogłoszeniem splitu) skumulowane stopy zwrotu oscylują wokół zera. Po okresie dynamicznych wzrostów skumulowane stopy zwrotu stabilizują się na poziomie ok. 10% przez ok. 21 dni. Pod koniec okresu analizy skumulowane stopy zwrotu obniżają się. W okresie poprzedzającym 11 dzień przed dokonaniem splitu, skumulowane stopy zwrotu są równe 0,4%. Następnie w okresie gwałtownych wzrostów do drugiego dnia po splicie wzrastają o 12,78%.

Dla skumulowanych ponadprzeciętnych stóp zwrotu reprezentowanych przez linię CAR3 (stopa zwrotu powyżej stopy zwrotu z portfela rynkowego), niemalże w całym okresie występują dodatnie ponadprzeciętne stopy zwrotu. Podobnie jak dla linii CAR1, dyna-

mika przyrostów jest największa w okresie od 11 dnia przed dokonaniem splitu do drugiego dnia po splicie. Następnie dynamika przyrostów obniża się do poziomu sprzed okresu gwałtownych wzrostów. W okresie poprzedzającym 11 dzień przed dokonaniem splitu średni przyrost ponadprzeciętnych stóp zwrotu wynosił przeciętnie 0,55% dziennie, a w okresie gwałtownych wzrostów wynosi 1,29% dziennie.

Dla trzeciej metody ponadprzeciętna stopa zwrotu to stopa przewyższająca premię za ryzyko rynkowe inwestycji. Split powoduje wzrost cen akcji wyłącznie w 4-dniowym okresie najbardziej dynamicznych wzrostów. Następnie kurs akcji stabilizuje się. Od drugiego dnia po podziale akcji ponadprzeciętne stopy zwrotu są ujemne. Oznacza to, że ponadprzeciętne stopy zwrotu dla linii CAR3 nie rekompensują ryzyka rynkowego przypisanego danej inwestycji.

W analizie nie znajdują potwierdzenia badania mówiące o wzroście odchylenia stóp zwrotu po dokonaniu splitu¹⁰. Dla opisanych spółek wchodzących w skład próby, odchylenie standardowe stóp zwrotu po dokonaniu splitu zmniejsza się: dla stóp przedstawionych jako AR1 o 14,4%, AR2 o 6,6%, a dla AR3 o 28,9%. Oznacza to, że split ma stabilizujący wpływ na kurs akcji i w konsekwencji może prowadzić do zmniejszenia kosztu kapitału własnego.

Podsumowanie

Przeprowadzenie splitu ma wpływ na wartość spółek notowanych na GPW w Warszawie. Wszystkie metody kalkulacji ponadprzeciętnych stóp zwrotu wskazują na okres ich dynamicznych wzrostów w przedziale czasu bezpośrednio poprzedzającym dokonanie splitu do dwóch dni po podziale akcji. Analiza różnic pomiędzy zwrotami akcji z okresu analizy a przeciętną stopą zwrotu uzyskiwaną w *clean period* wskazuje na skokowy przyrost wartości akcji w okresie 13 dni o 12,78%. Porównanie stóp zwrotu z portfelem rynkowym (CAR3) mówi o wysokich przeciętnych przyrostach akcji w tym okresie (1,29% dziennie). Niestety, dla większości dni osiągnięte stopy nie rekompensują ryzyka rynkowego związanego z inwestycją w akcje. Dzieje się tak wyłącznie w okresie najbardziej dynamicznych przyrostów.

Na dalszym etapie badań można zbadać wpływ splitu na zmianę kursu akcji w długim okresie. Skoro podział akcji ma być sygnałem o oczekiwanych lepszych wynikach finansowych, to efekt ten można badać nawet w okresach wieloletnich.

Badania nad podziałem akcji można poszerzyć o działania odwrotne, polegające na scaleniu akcji. W Polsce występował problem akcji, których wartość rynkowa była bardzo

¹⁰ W badaniach przeprowadzonych na rynku amerykańskim odchylenie standardowe stóp zwrotu po dokonaniu podziału akcji wzrastało o ok. 30% (J. Ohlson, S. Penman: *Volatility increases subsequent to stock splits: an empirical aberration*, "Journal of Financial Economics", June 1985, s. 251–266). Oznaczało to, że efekt przeprowadzonego podziału akcji może być dla firmy kosztowny (wzrost kosztu kapitału własnego).

mała (tzw. problem akcji groszowych). Zmiana ceny tzw. akcji groszowej o jeden grosz powoduje możliwość realizacji kilkudziesięcioprocentowej stopy zwrotu. Z tego powodu, aby dokonać transakcji tego typu akcjami, oczekiwania kupujących i sprzedających muszą być bardzo zróżnicowane – przy względnie jednorodnych oczekiwaniach obrót tymi akcjami nie następuje. Aby akcje spółki mogłyby być dobrze wycenione, nastąpić musi ich scalenie (tzw. reverse split). Regulaminy wielu giełd wyznaczają minimalny poziom pułapu cenowego akcji (np. dla rynku krajowego to 5 gr, a dla rynku NASDAQ to 1 \$). Pomimo że temat ten jest zbieżny z zasadniczym celem artykułu, nie został przez nas przeanalizowany.

Literatura

- Brennan M., Hughes P.: *Stock Prices and the Supply of Information*, "Journal of Finance" 1991, vol. 46.
- Dharen B., Ikenberry D.: *The Long-Run Negative Drift of Post-Listing Stock Returns*, "Journal of Finance" 1995, 50.
- Fama E.F.: *Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance*, "Journal of Financial Economics", September 1988.
- Fama E.F., Fisher L., Jensen M., Roll R.: *The Adjustment of Stock Prices to New Information*, International Economic Review, February 1969.
- Fama E., French K.: *Size and book-to-market factors in earnings and returns*, "Journal of Finance" 1995.
- Grinblat M., Masulis R., Titman S.: *The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends*, "Journal of Financial Economics", December 1984.
- Ibbotson R.G., Kaplan P.D., Peterson J.D.: *Estimates of Small-Stock Betas Are Much Too Low*, "Journal of Portfolio Management", Summer 1997.
- Ikenberry D., Rankine G., Stice E.: *What do the stock splits really signal?*, "Journal of Financial and Quantitative Analysis", September 1996.
- Ohlson J., Penman S.: *Volatility increases subsequent to stock splits: an empirical aberration*, "Journal of Financial Economics", June 1985.
- Słoński T., Rudnicki J.: *Wpływ podziału akcji na płynność spółek*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytet Szczecińskiego” 2010, nr 586.

dr Tomasz Słoński
mgr Józef Rudnicki
Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Instytut Zarządzania Finansami

Streszczenie

W artykule przebadano wpływ podziału akcji na poziom ponadprzeciętnych stóp zwrotu dla inwestorów. Dla 68 podziałów akcji przeprowadzonych przez spółki giełdowe w Polsce, odnotowano wzrost ponadprzeciętnych stóp zwrotu dla inwestorów. Dla stóp, które kształtują się na poziomie ponadprzeciętnej stopy wzrostu, następuje przyrost o 12,78%. Metoda, która porównuje zrealizowane przez inwestorów zwroty ze zwrotem z portfela rynkowego daje podobne wyniki. Niestety, przyrost stóp zwrotu w całym okresie analizy nie zawsze rekompensuje poziom ryzyka rynkowego. Ponadto split zmniejsza odchylenie standardowe ponadprzeciętnych stóp zwrotu, co może wpłynąć na obniżenie kosztu kapitału własnego spółek dokonujących podziału akcji.

IMPACT OF STOCK SPLITS ON RATES OF RETURN FOR INVESTORS

Summary

The article deals with the issue of the impact of the stock splits on the abnormal rates of return for investors. The research based on the sample consisting of 68 companies listed on the Warsaw Stock Exchange indicates an increase in the in the abnormal rates of return for investors. For the rates that exceed the average rate of return there has been observed an increase at the level of 12.78%. Moreover, the method that compares the rates of return for investors with the results realized by the market portfolio yield similar outcome. Nevertheless, a growth in the rates of return in the whole time period analyzed does not always compensate the level of the market risk. Additionally, a stock split reduces the standard deviation of the abnormal rates of return what, in turn, can cause a decrease in the cost of equity for the companies splitting the shares.

