

**Nina Hamernik, Rafał Krawczyk**

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

---

## WPLYW SPLITÓW NA PŁYNNOŚĆ AKCJI SPÓŁEK NOTOWANYCH W ALTERNATYWNYM SYSTEMIE OBROTU NEWCONNECT

---

**Streszczenie:** Split jest techniczną operacją, która skutkuje wzrostem liczby akcji będących w obrocie. Na rynku NewConnect można zauważyć wzrost zainteresowania operacją podziału akcji. Celem niniejszego artykułu jest próba określenia związków pomiędzy operacją podziału akcji a jego wpływem na płynność obrotu tych akcji. Przedmiotem badania jest rynek NewConnect. Pierwsza część pracy poświęcona jest aspektom teoretycznym, takim jak: pojęcie splitu, regulacje prawne, procedura przeprowadzania splitu. W drugiej części zaprezentowane są obliczenia pokazujące miary płynności przed przeprowadzeniem i po przeprowadzeniu podziału akcji.

**Słowa kluczowe:** split, płynność, NewConnect.

### 1. Wstęp

Rynek NewConnect jest stosunkowo młodym rynkiem. Funkcjonuje od roku 2007 i stanowi alternatywę dla spółek, które nie spełniają warunków, aby być notowane na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Dlatego też większość spółek notowanych na rynku NewConnect to spółki młode, charakteryzujące się relatywnie niewielką kapitalizacją. Obrót w alternatywnym systemie obrotu cechuje się ponadto niższą płynnością niż obrót na rynku regulowanym. Przez płynność obrotu rozumie się przy tym możliwość swobodnego i natychmiastowego dokonania transakcji kupna-sprzedaży danego waloru po cenie rynkowej. Jednocześnie transakcja ta nie powinna znacznie wpływać na poziom ceny tego waloru. Płynność danych instrumentów finansowych wpływa ponadto na ich rynkową wycenę, co ma istotne znaczenie zarówno dla spółki, jak i dla inwestorów giełdowych. Dlatego też spółki próbują wpływać na płynność swoich walorów, stosując różne metody – o charakterze marketingowym bądź też rynkowym. Jedną z tych metod, potencjalnie dającą możliwość zwiększenia płynności, jest podział akcji (split).

## 2. Definicja pojęcia splitu akcji

Split akcji (z ang. podział) polega na obniżeniu wartości rynkowej akcji wskutek obniżenia wartości nominalnej akcji lub przekształcenia części kapitału rezerwowego (lub zapasowego) w kapitał zakładowy. Odnosząc się do wskazanej definicji, wyróżnić można dwa rodzaje splitów – całkowity (zupełny) i częściowy.

Split całkowity polega na podzieleniu istniejących akcji i zmniejszeniu ich wartości nominalnej bez zmiany wartości kapitału zakładowego, przy czym liczba akcji zwiększa się odwrotnie proporcjonalnie do wartości nominalnej. Praktyczne zastosowanie splitu zupełnego obrazuje poniższy przykład.

Kapitał zakładowy spółki akcyjnej wynosi 100 000 zł i dzieli się na 100 000 akcji o wartości nominalnej 1 zł. Po przeprowadzeniu podziału zupełnego w skali 1:2 w zamian za każdą akcję o wartości nominalnej 1 zł inwestor otrzyma 2 akcje o wartości nominalnej 0,50 zł. Łączna liczba akcji ulegnie zatem zwiększeniu do 200 000 o wartości nominalnej 0,50 zł i kapitale zakładowym 100 000 zł. Cena rynkowa akcji również ulegnie proporcjonalnemu obniżeniu (podział ceny rynkowej następuje w takiej samej proporcji jak podział wartości nominalnej). Po przeprowadzeniu splitu liczba głosów na walnym zgromadzeniu pozostaje na niezmiennym poziomie. Zmienia się natomiast liczba posiadanych przez akcjonariuszy akcji. Przeprowadzeniu podziału akcji towarzyszy zmiana wartości nominalnej wszystkich akcji spółki. Nie można zatem wydzielić części bądź serii akcji, których wartość nominalna nie ulegnie zmianie. Według stanu na dzień 4 grudnia 2010 r., na rynku NewConnect przeprowadzonych zostało 14 splitów przez 13 spółek.

Mniej popularną formą podziału akcji jest split częściowy. W wyniku tego typu podziału część kapitału rezerwowego przekształcana jest w kapitał zakładowy bez zmiany wartości nominalnej jednej akcji, jednak z zachowaniem istniejącej struktury akcjonariatu. Następuje zatem emisja nowych akcji, które wypłacane są w postaci dywidendy kapitałowej obecnym akcjonariuszom. W wyniku splitu częściowego zmienia się zatem liczba akcji, a co się z tym wiąże – wartość kapitału zakładowego oraz cena rynkowa, przy czym kurs odniesienia na pierwszą sesję po dniu ustalenia praw do dywidendy zostanie pomniejszony o teoretyczną wartość dywidendy na jedną akcję obliczaną według wzoru [Szczegółowe Zasady..., Rozdział XIII § 17]:

$$\frac{a}{1 + \frac{n}{m}}$$

gdzie:  $a$  – ostatni kurs akcji „z prawem do dywidendy”,

$n$  – liczba akcji „z prawem do dywidendy”,

$m$  – liczba akcji nowej emisji przeznaczonych na wypłatę dywidendy.

Praktyczne zastosowanie splitu częściowego obrazuje poniższy przykład.

Kapitał zakładowy spółki akcyjnej wynosi 100 000 zł i dzieli się na 100 000 akcji o wartości nominalnej 1 zł. Ponadto spółka ma 200 000 zł kapitału rezerwowego.

Walne zgromadzenie podejmuje decyzję o zamianie części kapitału rezerwowego (20 000 zł) na kapitał zakładowy i wypłacie dotychczasowym akcjonariuszom akcji nowej emisji w postaci dywidendy. W ten sposób każdy akcjonariusz w zamian za każde posiadane 5 akcji otrzyma jedną akcję gratis (wyemitowane zostanie 20 000 akcji o wartości nominalnej 1 zł w stosunku do istniejących 100 000 akcji). W wyniku splitu częściowego wartość nominalna akcji nie ulegnie zatem zmianie. Zmieni się natomiast łączna liczba akcji oraz wartość kapitału zakładowego, który zwiększy się do 120 000 zł. Wartość kursu rynkowego zostanie natomiast skorygowana (spółka nie pozyskała bowiem nowego kapitału). Jeśli zatem kurs akcji na giełdzie wynosił 60 zł, po przeprowadzonym splicie częściowym kurs zostanie skorygowany o 10 zł – do 50 zł. Teoretyczna wartość dywidendy na jedną akcję wynosi bowiem:

$$\frac{60}{1 + \frac{100\,000}{20\,000}} = \frac{60}{6} = 10.$$

Przeprowadzenie splitu częściowego ma szczególne uzasadnienie w przypadku wartości nominalnej akcji na poziomie 0,01 zł [Kodeks spółek handlowych..., art. 308 § 2]. W tej szczególnej sytuacji niemożliwe byłoby bowiem przeprowadzenie splitu zupełnego. W polskiej historii alternatywnego systemu obrotu (ASO) brak jest jednak przykładów przeprowadzania splitu częściowego.

### 3. Przepisy prawne regulujące splity akcji

W polskich przepisach prawnych brak jest jednoznacznej definicji określającej, czym jest split akcji. Kodeks spółek handlowych (KSH) nie określa bowiem szczegółowych zasad przeprowadzenia podziału akcji bądź podwyższenia kapitału zakładowego przy założeniu transformacji w tym celu kapitału rezerwowego.

W związku z niejednoznacznością przepisów podstawę do przeprowadzenia splitu stanowią art. 430 § 1, art. 304 § 1 pkt 4 i 5 oraz art. 130 pkt 5 KSH. W ramach przytoczonych przepisów art. 304 § 1 pkt 4 i 5 wskazuje, że statut spółki akcyjnej<sup>1</sup> powinien określać wysokość kapitału zakładowego oraz kwotę wpłaconą przed zarejestrowaniem, a także wartość nominalną akcji i ich liczbę ze wskazaniem, czy akcje są imienne czy na okaziciela. Art. 130 pkt 5 wskazuje natomiast, iż statut spółki komandytowo-akcyjnej powinien określać wysokość kapitału zakładowego, sposób jego zebrania, wartość nominalną akcji i ich liczbę ze wskazaniem, czy akcje są imienne czy na okaziciela. Art. 130 i 304 określają zatem, iż statut jest dokumentem, w ramach którego wskazana jest liczba akcji oraz ich wartość nominalna. Przepis ten nie określa możliwości przeprowadzenia splitu, jednak wobec braku jednoznacznych regulacji określających sposób przeprowadzenia splitu, a co się z tym wiąże – braku

---

<sup>1</sup> Spółki publiczne notowane w ASO mogą mieć formę spółki akcyjnej lub komandytowo-akcyjnej. W chwili obecnej na rynku NewConnect nie zadebiutowała żadna spółka, która prowadziłaby działalność w formie spółki komandytowo-akcyjnej.

ograniczeń w tym obszarze, zmiany w zakresie liczby akcji, ich wartości nominalnej bądź zmiany w wartości kapitału zakładowego powinny być odzwierciedlone właśnie w ramach statutu spółki. Art. 430 § 1 wskazuje natomiast, iż zmiany statutu wymagają uchwały walnego zgromadzenia. W związku z tym podstawą przeprowadzenia splitu zarówno zupełnego, jak i częściowego jest uchwała walnego zgromadzenia spółki o zmianie wartości nominalnej akcji i/lub liczby akcji i/lub wartości kapitału zakładowego. Jednocześnie zmiany należy uwzględnić w ramach statutu spółki, a także na podstawie art. 430 § 1 i 2 zgłosić zmianę do sądu rejestrowego.

Przepisami regulującymi split częściowy są ponadto art. 442-443 KSH, które bezpośrednio odnoszą się do możliwości podwyższenia kapitału zakładowego z wykorzystaniem środków własnych spółki. Akcje przydzielone w ramach emisji finansowanej ze środków spółki przysługują akcjonariuszom w stosunku do ich udziałów w dotychczasowym kapitale zakładowym, a odmienne uchwały są nieważne. W świetle powyższych przepisów akcjonariusze mogą zatem objąć akcje nowej emisji (przy założeniu, że są one finansowane ze środków spółki) proporcjonalnie do udziałów posiadanych przez akcjonariuszy w całkowitej liczbie akcji stanowiących kapitał zakładowy.

Po uchwaleniu i zarejestrowaniu przez sąd rejestrowy zmian w statucie (liczby i wartości nominalnej akcji w przypadku splitu zupełnego oraz liczby akcji i wartości kapitału zakładowego w przypadku splitu częściowego) spółka publiczna zobowiązana jest do złożenia odpowiedniego wniosku o wymianę akcji w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych (KWDP) w przypadku splitu zupełnego lub wniosku o zawarcie umowy z KDPW na rejestrację akcji nowej emisji (lub PDA) oraz wypłatę dywidendy w akcjach w przypadku splitu częściowego.

W celu zawarcia umowy uczestnictwa, która poprzedza składanie wniosków szczegółowych, emitent zobowiązany jest m.in. do złożenia wraz z wnioskiem odpisu statutu oraz odpisu lub wyciągu z właściwego rejestru, a także do niezwłocznego informowania o zmianach w tych dokumentach [Regulamin Krajowego..., § 11 ust. 5 oraz § 22]. Operacja wymiany akcji związana ze zmianą wielkości emisji papierów wartościowych (obejmująca split zupełny) dokonywana jest na podstawie § 86 Regulaminu Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych po złożeniu przez emitenta wniosku o wymianę akcji. Wymiana wykonywana jest przy tym „(...) w związku ze zmniejszeniem wartości nominalnej akcji bez obniżenia kapitału akcyjnego (...)” [Regulamin Krajowego..., § 23 ust. 2]. Operacja ta wykonywana jest zatem po zaistnieniu faktu „zmiany wielkości emisji papierów wartościowych”, która może mieć miejsce po zarejestrowaniu zmian w odpowiednim sądzie rejestrowym [Regulamin Krajowego..., § 86]. Po złożeniu niezbędnych dokumentów KDPW podejmuje uchwałę określającą dzień wymiany akcji<sup>2</sup>. Niezwłocznie po zarejestrowaniu zmiany statutu emitent zobowiązany jest ponadto przekazać organizatorowi ASO (jakim jest Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA, zwana dalej giełdą)

<sup>2</sup> Przykład uchwały [Internet 3].

odpisu postanowienia sądu oraz odpisu z właściwego rejestru spółki [Szczegółowe Zasady..., rozdział XIII § 4 ust. 1]. Natomiast niezwłocznie po otrzymaniu uchwały KDPW określającej dzień wymiany akcji w wyniku obniżenia wartości nominalnej emitent zobowiązany jest przekazać ją giełdzie oraz podać do publicznej wiadomości [Szczegółowe Zasady..., rozdział XIII § 4 ust. 1]. Wymiana akcji w KDPW na rachunkach akcjonariuszy następuje w dniu określonym w uchwale KDPW.

Rejestrowanie papierów wartościowych w związku z emisją nowych akcji następuje natomiast na podstawie umowy spółki z KDPW [Regulamin Krajowego..., § 39 a]. W celu rejestracji akcji (obejmującej przeprowadzenie splitu częściowego) spółka zobowiązana jest do złożenia w KDPW odpowiedniego wniosku zawierającego m.in. dokumenty określające charakter prawny rejestrowanych papierów wartościowych oraz dokumenty stanowiące podstawę prawną emisji (obejmujące statut oraz odpowiednią uchwałę walnego zgromadzenia) [Regulamin Krajowego..., § 40 ust. 1 pkt 2 i 3]. Rejestracja papierów wartościowych następuje przy tym pod warunkiem złożenia przez spółkę w KDPW dokumentów potwierdzających dokonanie wpisu podwyższenia kapitału zakładowego we właściwym rejestrze przedsiębiorców oraz po podjęciu decyzji przez giełdę o wprowadzeniu tych akcji do obrotu [Regulamin Krajowego..., § 40 ust. 4a]. Zapis akcji na kontach właścicieli papierów wartościowych uprawnionych do otrzymania dywidendy w postaci akcji jest przy tym organizowany i koordynowany przez KDPW [Regulamin Krajowego..., § 79 ust. 1 i 2]. Emitent zobowiązany jest ponadto przekazać informację o przeznaczeniu akcji nowej emisji na wypłatę dywidendy dla akcjonariuszy oraz uchwał i innych decyzji właściwego organu spółki związanych z wypłatą dywidendy w akcjach organizatorowi ASO [Szczegółowe Zasady..., Rozdział XIII § 14].

#### 4. Procedura przeprowadzenia splitu akcji

Spółki publiczne, które decydują się na przeprowadzenie splitu, muszą przeprowadzić określoną procedurę, wynikającą z obowiązujących regulacji prawnych. W uproszczeniu procedura ta obejmuje:

- uchwałę walnego zgromadzenia w sprawie przeprowadzenia splitu oraz zmiany statutu spółki<sup>3</sup>,
- złożenie do właściwego sądu rejestrowego wniosku o dokonanie wymiany akcji,
- złożenie do KDPW wniosku o przeprowadzenie wymiany akcji (po wpisie do właściwego rejestru przedsiębiorców),
- przekazanie do Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie informacji o zarejestrowaniu przez właściwy sąd rejestrowy splitu akcji oraz o dacie wymiany akcji w przypadku splitu zupełnego lub o dacie wypłaty dywidendy w akcjach w przypadku splitu częściowego.

---

<sup>3</sup> Przykład uchwały w sprawie przeprowadzenia splitu zupełnego stanowi uchwała walnego zgromadzenia spółki Auxilium z dnia 30 czerwca 2010 r. opublikowana w RB 29/2010.

Spółka jest ponadto zobowiązana do przekazywania raportów bieżących<sup>4</sup> dotyczących wszelkich istotnych zdarzeń i okoliczności, które mogą mieć wpływ na sytuację emitenta [Regulamin Alternatywnego..., § 3 ust. 1]. Procedura przeprowadzenia splitu jest więc procedurą dość czasochłonną. W związku z tym od momentu podjęcia przez walne zgromadzenie decyzji o przeprowadzeniu splitu do momentu przeprowadzenia splitu na rachunkach KDPW może upłynąć stosunkowo długi okres liczony w skali miesięcy. Pewną nieścisłość można przy tym odnaleźć w związku z przesunięciem terminu przeprowadzenia splitu na rachunkach KDPW a momentem rejestracji zmiany we właściwym sądzie rejestrowym. W momencie zarejestrowania zmiany przez sąd rejestrowy z punktu widzenia prawa następuje bowiem zmiana, która jest prawnie obowiązująca. Na rachunkach uczestników KDPW, a co się z tym wiąże – na rachunkach akcjonariuszy, w dalszym ciągu zapisane są natomiast akcje w liczbie przed zmianą. Faktyczny stan nie odpowiada wówczas stanowi prawnemu. Tabela 1 prezentuje spółki, które według stanu na 4 grudnia 2010 r. przeprowadziły split (rozumiany jako cały proces od momentu podjęcia decyzji przez walne zgromadzenie do momentu właściwej zmiany na rachunkach w KDPW).

**Tabela 1.** Czas trwania procedury formalnoprawnej przeprowadzenia splitu akcji spółek notowanych na rynku NewConnect

Lp.	Nazwa spółki	Data uchwały WZ	Data wpisu do KRS	Data przeprowadzenia splitu
1	Assetus SA	27.08.2010	15.10.2010	15.11.2010
2	Polman SA	01.03.2010	06.10.2010	10.11.2010
3	DFP Doradztwo Finansowe SA	20.01.2010	22.09.2010	21.10.2010
4	Hefal Serwis SA	07.05.2010	06.09.2010	30.09.2010
5	Auxilium Kancelaria Biegłych Rewidentów SA	29.06.2010	13.08.2010	15.09.2010
6	Divicom SA	29.06.2010	06.08.2010	08.09.2010
7	Grupa Prawno-Finansowa CAUSA SA	30.03.2010	22.04.2010	29.04.2010
8	Nicolas Games SA	15.02.2010	31.03.2010	19.04.2010
9	LUG SA	15.02.2010	04.03.2010	26.03.2010
10	Stark Development SA	28.09.2009 29.11.2007	16.10.2009 13.12.2007	04.11.2009 11.01.2008
11	Urlopy.pl SA	30.06.2009	22.07.2009	21.08.2009
12	Wealth Bay SA	29.05.2009	19.06.2009	16.07.2009
13	Digital Avenue SA	01.04.2008	16.05.2008	16.06.2008

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Internet 2; Internet 5].

<sup>4</sup> Przykładem raportów bieżących informujących o podejmowanych przez spółkę działaniach są raporty bieżące nr 29/2010; 40/2010; 42/2010; 45/2010 i 46/2010 spółki Auxilium SA.

## 5. Cele przeprowadzenia splitu

Dokonując analizy operacji, jaką jest split, można dojść do wniosku, iż nie powoduje ona zmiany w sytuacji finansowej bądź strategicznej przedsiębiorstwa. Split jest operacją techniczną, w związku z czym nie powinny występować znaczne konsekwencje jego przeprowadzenia. W literaturze wskazywanych jest jednak kilka powodów, jakimi kierują się emitenci papierów wartościowych, podejmując uchwałę o przeprowadzeniu splitu. Wśród motywów tych najczęściej wskazuje się na [Kopczewska 2004, s. 203-214]:

### 1. Informowanie rynku o dobrych perspektywach spółki

Motyw ten sygnalizuje, iż spółki przeprowadzają split w związku ze spodziewanymi ponadprzeciętnymi wynikami finansowymi, a także spodziewanym dalszym wzrostem kursu akcji.

### 2. Przyciąganie nowych inwestorów

Motyw ten sygnalizuje łatwiejszy dostęp do akcji, na których przeprowadzono podział, przez co inwestorzy obracający stosunkowo niewielkim kapitałem osiągają większe możliwości inwestycyjne. Przeprowadzenie splitu zachęca przy tym zarówno inwestorów, którzy w swoich decyzjach kierują się przesłankami fundamentalnymi, jak i inwestorów, którzy kierują się przesłankami analizy technicznej. Inwestorów, którzy decyzje podejmują na podstawie analizy fundamentalnej, zachęca przy tym większa dostępność akcji, mniejsze ryzyko związane ze zbyciem akcji, a także możliwość budowania zdywersyfikowanych portfeli inwestycyjnych o mniejszych wartościach pojedynczych składników. Inwestorów podejmujących decyzje na podstawie przesłanek analizy technicznej oraz tzw. spekulantów zachęca natomiast zwiększona liczba zawieranych transakcji (o mniejszej wartości), a także większa zmienność kursów akcji, która stwarza możliwość generowania wysokich stóp zwrotu w krótkim terminie. Należy przy tym zaznaczyć, iż obecność inwestorów indywidualnych kierujących się przesłankami zarówno fundamentalnymi, jak i technicznymi z uwzględnieniem tzw. spekulantów wpływa korzystnie na rynek. Zwiększają oni obrót na walorach, a także dzięki regularnemu zawieraniu transakcji stabilizują rynek oraz ceny, nie wpływając przy tym na działalność spółki

### 3. Utrzymanie optymalnej ceny za walory spółki

Motyw ten wskazuje, iż na rynku występuje pewien określony, optymalny poziom cenowy odnoszący się do większości notowanych walorów, który zachęca inwestorów do obrotu na danych akcjach. Odnosząc się do poprzedniego motywu przeprowadzenia splitu, należy stwierdzić, że istnienie optymalnej ceny wskazuje, że zbyt wysoka cena ogranicza inwestorów przed nabywaniem walorów spółki, sugerując wysoki jej prestiż lub jej przewartościowanie, zbyt niska cena zaś sugeruje łatwą możliwość manipulacji kursem lub słabość spółki. Motyw ten sugerować może zatem psychologiczne uzasadnienie utrzymania ceny na średnim poziomie.

### 4. Wywołanie efektu marketingowego

Przeprowadzenie splitu powoduje pojawienie się w mediach informacji na temat spółki. Stworzenie „szumu medialnego” przypomina natomiast inwestorom o danej

spółce, co może się przyczynić do zwiększonego zainteresowania danym przedsiębiorstwem.

### 5. Poprawa płynności

Motyw ten wskazuje, że akcje spółek na pewnym pułapie cenowym są bardziej dostępne dla inwestorów, a co się z tym wiąże – akcje te są chętniej nabywane i sprzedawane. Przesłanki, jakie mogą wpływać na poprawę płynności akcji o niższych cenach (jednak nie najniższych<sup>5</sup>), zostały częściowo opisane we wskazanych powyżej celach dokonywania splitu.

Pomimo zatem technicznego charakteru przeprowadzanej operacji splitu, emittenci decydujący się na wskazaną formę obniżenia kursu akcji kierują się różnymi przesłankami, oczekując pewnych wskazanych powyżej efektów. Wszystkie wskazane motywy ostatecznie prowadzić powinny jednak do zwiększenia płynności. W niniejszej pracy analiza efektów wywoływanych przez split skupi się zatem na zbadaniu możliwości zwiększenia płynności akcji wskutek obniżenia kursu rynkowego wywołanego przeprowadzonym splitem.

### 6. Hipoteza badawcza

Badanie wpływu operacji podziału akcji na ich płynność ograniczono w niniejszym artykule do spółek notowanych w alternatywnym systemie obrotu NewConnect prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie.

Na rynku NewConnect z notowanych na dzień 4 grudnia 2010 r. 173 spółek 13 przeprowadziło podział swoich akcji. W tabeli 2 znajduje się lista spółek, które przeprowadziły split, wraz ze wskazaniem profilu ich działalności.

**Tabela 2.** Spółki notowane na rynku NewConnect, które przeprowadziły split

Lp.	Nazwa spółki	Data splitu	Wymiar splitu	Sektor/EKD
1	2	3	4	5
1	Assetus SA	15.11.2010	1:5	media/reklama
2	Polman SA	10.11.2010	1:10	usługi – inne/sprzątanie i czyszczenie obiektów
3	DFP Doradztwo Finansowe SA	21.10.2010	1:2	usługi finansowe/działalność pomocnicza finansowa
4	Hefal Serwis SA	30.09.2010	1:10	budownictwo/wykonywanie robót budowlanych w zakresie montażu i wznoszenia budynków i budowli z elementów prefabrykowanych
5	Auxilium Kancelaria Biegłych Rewidentów SA	15.09.2010	1:2	usługi finansowe/działalność rachunkowo-finansowa
6	Divicom SA	08.09.2010	1:2	handel/pozostała sprzedaż hurtowa

<sup>5</sup> Tzw. akcje groszowe zachęcają do spekulacji, gdyż nawet minimalna zmiana ceny powodować może duże zmiany stopy zwrotu.



Tabela 2, cd.

1	2	3	4	5
7	Grupa Prawno- -Finansowa CAUSA SA (GPFCAUSA)	29.04.2010	1:10	usługi – inne/pośrednictwo finansowe pozostałe
8	Nicolas Games SA (NICOGAMES)	19.04.2010	1:20	handel/działalność wydawnicza w zakresie gier komputerowych
9	LUG SA	26.03.2010	1:4	budownictwo/produkcja i sprzedaż sprzętu oświetleniowego
10	Stark Development SA (STARDEV)	04.11.2009 11.01.2008	1:2 1:50	nieruchomości/budownictwo i inwestycje związane z nieruchomościami
11	Urlopy.pl SA	21.08.2009	1:6	wypoczynek/działalność agentów turystycznych
12	Wealth Bay SA (WBAY)	16.07.2009	1:5	usługi – inne/sprzedaż detaliczna wyrobów związanych z kulturą i rekreacją prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach
13	Digital Avenue SA	16.06.2008	1:10	media/działalność wydawnicza, poligraficzna i reprodukcja zapisanych nośników informacji

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Internet 4].

Tabela 3. Cena nominalna i liczba akcji przed podziałem i po podziale kapitału własnego

Nazwa spółki	Cena nominalna przed podziałem	Liczba akcji przed podziałem	Cena nominalna po podziale	Liczba akcji po podziale
ASSETUS	2,00	450 000	0,40	2 250 000
POLMAN	1,00	3 473 025	0,10	34 730 250
DFP	0,20	3 500 000	0,10	7 000 000
HEFAL	1,00	542 769	0,10	5 427 690
AUXILIUM	1,00	1 408 400	0,50	2 816 800
DIVICOM	1,00	5 884 588	0,50	11 769 176
GPFCAUSA	0,10	2 311 333	0,01	23 113 330
NICOGAMES	1,00	2 320 560	0,05	46 411 200
LUG	0,04	35 992 850	0,01	143 971 400
STARKDEV*	1,00	2 250 000	0,01	225 000 000
URLOPYPL	0,06	60 000 000	0,01	360 000 000
WBAY	1,00	500 000	0,20	2 500 000
DIGITAL	1,00	851 322	0,10	8 513 220

\* Uwzględniono więcej niż jeden split.

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Internet 4].

Wśród spółek, które przeprowadziły podział akcji, dominują przedsiębiorstwa z sektora usług (głównie usługi finansowe) oraz z sektora budowlanego (budownictwo, projekty, prace deweloperskie). Ponadto w zestawieniu tym znalazły się spółki z sektora mediów, handlu oraz usług sprzątających. Dziewięć splitów miało miejsce w roku 2010, trzy w roku 2009 i dwa w roku 2008. Spółka Stark Development SA przeprowadziła dwa splity – jeden w roku 2008, a drugi rok później.

Docelowa cena nominalna akcji po podziale wahała się między 0,01 zł a 0,50 zł (0,01 zł – 4 spółki; 0,05 zł – 1 spółka; 0,10 zł – 4 spółki; 0,20 zł – 1 spółka; 0,40 zł – 1 spółka; 0,50 zł – 2 spółki). W wyniku splitu globalnie liczba akcji powiększyła się ponad siedmiokrotnie (z 119 484 847 do 873 503 066 sztuk). Wartość nominalna tych akcji to ponad 24 mln zł.

Mierzenie płynności instrumentu finansowego, jakim jest akcja, nie jest zadaniem prostym. Świadczy o tym już sama liczba miar płynności, jakie można wykozystać. Na potrzeby badania zastosowano następujące dwie miary płynności:

1. Obrót ilościowy – najprostsza i najpopularniejsza miara płynności danego instrumentu finansowego. Obrót to nic innego jak efekt popytu i podaży znajdujący swoje odbicie w przepływie instrumentów od sprzedającego do kupującego. Obrót ilościowy liczony jest jako średnia dzienna liczba jednostek danego instrumentu finansowego, które zmieniły właściciela. Przez wzrost płynności danego instrumentu finansowego rozumie się wzrost danej miary płynności.

2. Obrót wartościowy – stanowi rozwinięcie miary ilościowej. Przez obrót wartościowy rozumie się średnią wartość iloczynów dziennych kursów akcji i obrotu ilościowego liczonego podwójnie (kupno i sprzedaż). W obliczeniach przyjęto, że kurs z danego dnia jest średnią wartości pomiędzy najwyższym i najniższym kursem w danym dniu obrotu. Przez wzrost płynności danego instrumentu finansowego rozumie się wzrost danej miary płynności.

$$OW = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n OI_i (\max_i K - \min_i K),$$

gdzie:  $OW$  – średnia dzienna wartość obrotu wartościowego,

$n$  – liczba dni notowań,

$OI_i$  – dzienna wartość obrotu ilościowego,

$\max_i K$  – kurs maksymalny z danego dnia obrotu,

$\min_i K$  – kurs minimalny z danego dnia obrotu.

Wartości miar zostały określone dla każdego waloru, wobec którego dokonano procedury podziału. W celu określenia wpływu podziału akcji na ich płynność wyliczono poszczególne miary przed podziałem i po podziale akcji, a następnie obliczono ich odchylenie (liczone na podstawie wzoru:  $\frac{\text{wartość miary po splicie}}{\text{wartość miary przed splitem}} - 1$ ).

W celu uniknięcia znacznego zniekształcenia wyniku wyliczenia dokonano dla krótkich okresów. Miary wyliczono na podstawie notowań w okresach półrocznych (osobno przed splitem i po splicie). Dla spółek, których okres notowań przed splitem

lub/i po splicie nie przekraczał pół roku, przyjęto krótsze okresy stosownie do posiadanych danych.

W celu zachowania porównywalności danych przed dokonaniem i po dokonaniu podziału skorygowano dane historyczne (zmniejszenie kursu akcji oraz zwiększenie wielkości obrotu przed splitem odpowiednio o wymiar tego splitu).

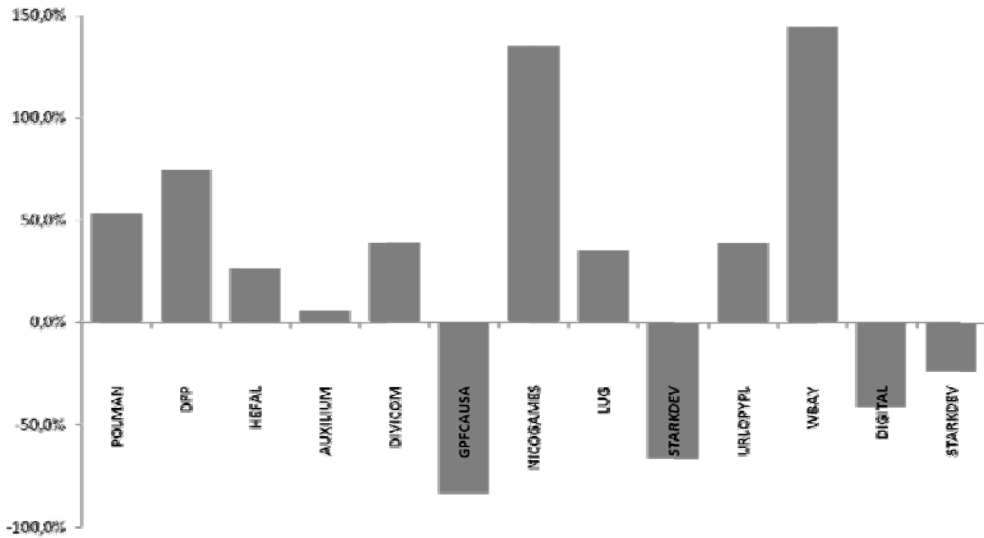
Wyniki badania zawarto w tab. 4.

**Tabela 4.** Wartość miar płynności przed przeprowadzeniem i po przeprowadzeniu splitu

Firma	Data splitu	Obrót wartościowy [tys. zł]			Obrót ilościowy [tys.]		
		Przed	Po	Odchylenie	Przed	Po	Odchylenie
ASSETUS	2010-11-15	27,50	477,55	1636,6%	1,34	5,02	275,5%
POLMAN	2010-11-10	14,54	22,29	53,3%	24,06	34,72	44,3%
DFP	2010-10-21	20,94	36,56	74,6%	18,55	25,27	36,2%
HEFAL	2010-09-30	88,30	111,65	26,4%	22,78	28,95	27,1%
AUXILIUM	2010-09-15	47,99	50,77	5,8%	5,09	4,60	-9,7%
DIVICOM	2010-09-08	26,05	36,18	38,9%	10,72	13,75	28,2%
GPFCAUSA	2010-04-29	243,81	41,03	-83,2%	2 164,69	590,80	-72,7%
NICOGAMES	2010-04-19	587,83	1 380,61	134,9%	1 866,15	3 817,71	104,6%
LUG	2010-03-26	84,45	114,33	35,4%	132,10	223,68	69,3%
STARKDEV	2009-11-04	342,42	115,38	-66,3%	1 728,40	710,33	-58,9%
URLOPYPL	2009-08-21	150,99	209,85	39,0%	627,16	856,33	36,5%
WBAY	2009-07-16	19,41	47,38	144,2%	3,76	2,05	-45,6%
DIGITAL	2008-06-16	35,06	20,54	-41,4%	10,59	6,81	-35,7%
STARKDEV	2008-01-11	80,70	61,36	-24,0%	797,54	976,11	22,4%

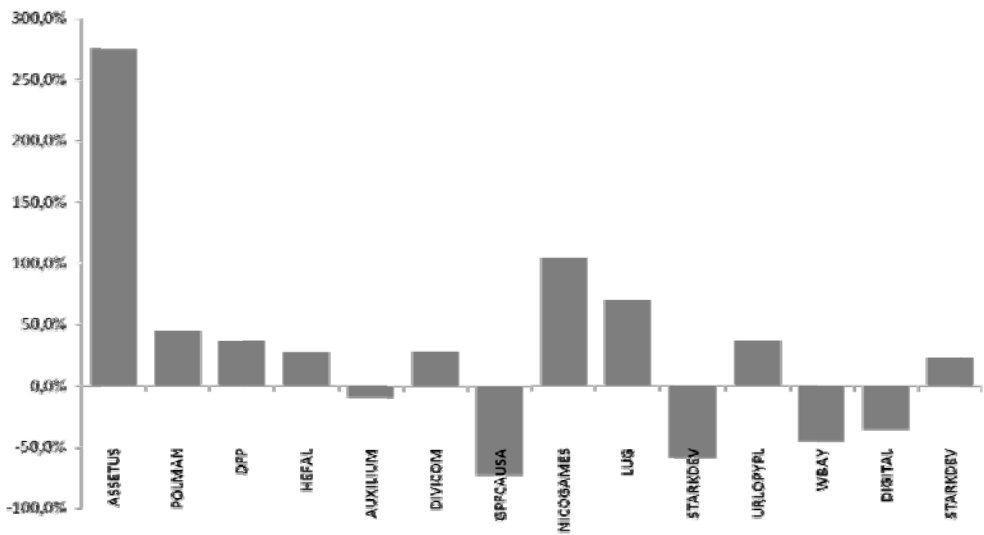
Źródło: opracowanie własne na podstawie [Internet 1].

Wyniki wskazują, że obrót wartościowy charakteryzuje się większym zróżnicowaniem niż obrót ilościowy. W przypadku 10 splitów miernik ten wzrósł (dla 9 splitów o ponad 30%), co oznacza wzrost płynności po podziale akcji, w pozostałych 4 przypadkach (GPFCAUSA, STARKDEV, DIGITAL) doszło do obniżenia płynności mierzonej obrotem wartościowym. Największy wzrost płynności (ponadszesnastokrotny na skutek znacznego wzrostu kursu akcji) zanotowała spółka ASSETUS, natomiast największy spadek odnotowała spółka GPFCAUSA (o 83%). Na rysunku 1 zaprezentowane są procentowe odchylenia obrotu wartościowego po dokonaniu splitu. Na rysunku nie uwzględniono spółki ASSETUS z racji wysokiej wartości odchylenia, które wpłynęłyby na przejrzystość danych zaprezentowanych na wykresie na rys. 1.



**Rys. 1.** Odchylenie wartości obrotu wartościowego przed przeprowadzeniem i po przeprowadzeniu splitu [w %]

Źródło: opracowanie własne.



**Rys. 2.** Odchylenie wartości obrotu ilościowego przed przeprowadzeniem i po przeprowadzeniu splitu [w %]

Źródło: opracowanie własne.

Obrót ilościowy dotyczy liczby akcji, wydaje się więc, że najlepiej wkomponuje się w analizę wpływu podziału akcji na ich płynność. Podział akcji powoduje wzrost ich liczby. Przy zachowaniu wartości aktywów będących w obrocie wskaźnik ten po splicie powinien wzrosnąć. Jak pokazuje rys. 2, w czterech przypadkach wskaźnik ten spadł (GPFCAUSA, STARKDEV, WBAY, DIGITAL), w pozostałych przypadkach wzrósł o co najmniej 20%. Na rysunku 2 zaprezentowane są procentowe odchylenia obrotu ilościowego po dokonaniu splitu.

## 7. Podsumowanie

Jak wskazuje powyższa analiza, poszczególne miary płynności wskazują na różne wyniki. Nawet w ramach jednej przyjętej miary płynności wyniki nie wskazują na jednoznaczny wpływ splitu na jej poziom. Z jednej strony, jest to związane z wielowymiarowością czynników wpływających na płynność (gdzie split może być tylko jednym z tych czynników), z drugiej – z nieodpowiednim dostosowaniem miary płynności do charakteru operacji podziału (np. wzrost obrotu ilościowego może być naturalnym odzwierciedleniem technicznej operacji splitu, który wcale nie musi wpływać na obrót wartościowy). Dodatkowo na wyniki wpływ może mieć również długotrwały proces przeprowadzenia splitu. Od pojawienia się informacji o zamiarze przeprowadzenia podziału do jego faktycznego podziału na giełdzie mogą bowiem upłynąć nawet miesiące. W tym czasie rynek może już zdyskontować tę informację, co może mieć wpływ na kursy dzielonych akcji.

Podsumowując, należy stwierdzić, że powyższe badania mierników płynności nie potwierdziły jednoznacznego wpływu przeprowadzonych przez spółki z rynku NewConnect splitów na płynność tych walorów.

## Literatura

- Angel J.J., *Tick size, share prices, and stock splits*, „The Journal of Finance” 1997, vol. 52, no 2.
- Asquith P., Healy P., Palepu K., *Earnings and stock splits*, „The Accounting Review” 1989, vol. 64, no 3.
- Ikenberry D.L., Rankine G., Stice E.K., *What do stock splits really signal?*, „The Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1996, vol. 31, no 3.
- Kodeks spółek handlowych z dnia 15 września 2000 r., DzU 2000, nr 94, poz. 1037.
- Lamoureux G., Poon P., *The market reaction to stock splits*, „The Journal of Finance” 1987 vol. 42, no 5.
- Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu, Załącznik nr 3 „Informacje bieżące i okresowe przekazywane w alternatywnym systemie obrotu na rynku NewConnect” według stanu na 1 kwietnia 2010 r.
- Regulamin Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych według stanu prawnego na 1 października 2010 r.
- Kopczewska K., *Wpływ splitów na kursy akcji notowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych*, [w:] *Rynek kapitałowy – mechanizm, funkcjonowanie, podmioty*, red. T. Bernat, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Szczecin 2004.

Szczegółowe Zasady Obrotu Giełdowego według stanu prawnego na dzień 22 września 2010 r.

### **Źródła internetowe**

- [1] [www.bossa.pl](http://www.bossa.pl).
- [2] [www.infoverity.pl](http://www.infoverity.pl).
- [3] [www.kdpw.pl/pl](http://www.kdpw.pl/pl).
- [4] [www.money.pl](http://www.money.pl).
- [5] [www.newconnect.pl](http://www.newconnect.pl).

## **IMPACT OF SPLITS ON MARKET LIQUIDITY OF SHARES LISTED ON NEWCONNECT – THE ALTERNATIVE TRADING SYSTEM**

**Summary:** Split is a technical operation that increases the number of traded shares. The growing interest in the split operation can be seen on the NewConnect market. The aim of this paper is an attempt to determine the relationship between the operation of share split on NewConnect, and its influence on market liquidity of the shares. The first part is devoted to theoretical aspects – the concept of split, legal regulations about split and split procedure. In the second part there is presented the liquidity measures before and after the share split.

**Keywords:** split, liquidity, NewConnect.