

# Sławomir Zarębski

---

## Wykup akcji własnych jako forma płatności inwestorskich w małych spółkach giełdowych

---

Ekonomiczne Problemy Usług nr 51, 237-244

---

2010

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

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach  
dozwolonego użytku.

SŁAWOMIR ZARĘBSKI

Uniwersytet Szczeciński

## WYKUP AKCJI WŁASNYCH JAKO FORMA PŁATNOŚCI INWESTORSKICH W MAŁYCH SPÓLKACH GIEŁDOWYCH

### Wstęp

Klasyczna polityka dywidend w przedsiębiorstwach jest coraz częściej zastępowana przez nowoczesną politykę płatności spółki wobec inwestorów. W przeciwieństwie do sytuacji, w której jedynym sposobem rozliczeń spółki z jej akcjonariuszami jest wypłata regularnej, okresowej dywidendy, polityka płatności charakteryzuje się różnorodnością możliwych do wykorzystania instrumentów finansowych, uzupełniających klasyczną dywidendę lub stanowiących wobec niej alternatywę. Taka zmiana czyni z polityki płatności efektywne i elastyczne narzędzie w arsenale nowoczesnej praktyki zarządzania finansami przedsiębiorstw.

Najpopularniejszym z instrumentów płatności wobec inwestorów jest wykup akcji własnych (*buy back, share repurchase*). Ze względu na liczne zalety, zarówno dla przedsiębiorstwa, jak i dla inwestorów, staje się on dominującą w świecie formą rozliczeń pomiędzy spółką a jej właścicielami.

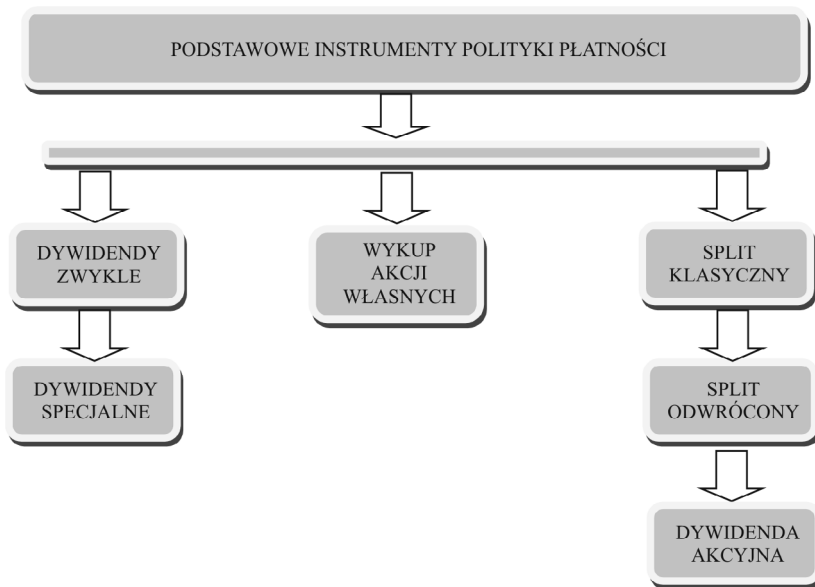
W artykule opisano perspektywy wykupu akcji własnych przez polskie przedsiębiorstwa, ze szczególnym uwzględnieniem analizy wykorzystywania tego instrumentu w mniejszych spółkach akcyjnych.

### Wykup akcji własnych jako instrument polityki płatności wobec udziałowców

Polityka rozliczeń spółki z akcjonariuszami jest efektem zarówno praktyki występującej w przedsiębiorstwach, jak i otoczenia prawnego, w jakim firma funkcjonuje. Środowisko prawne większości krajów rozwiniętych – w zakresie

m.in. prawa spółek, prawa związanego z rynkiem finansowym czy prawa podatkowego – sprzyja rozszerzaniu możliwych form takich rozliczeń w celu zaspokojeniu, potrzeb współczesnego rynku finansowego i zwiększenia satysfakcji podmiotów uczestniczących w takich rozliczeniach. Pozwala to na zwiększenie poziomu efektywności funkcjonowania całego rynku kapitałowego.

Firmy stosują wiele metod płatności, stanowiących substytuty klasycznej dywidendy inwestorskiej. Zestaw podstawowych instrumentów wykorzystywanych jako narzędzie realizacji polityki płatności spółki wobec inwestorów przedstawiony został na rysunek 1.



Rys. 1. Instrumenty polityki płatności w spółkach akcyjnych

Źródło: opracowanie własne.

W przeciwieństwie do dywidend specjalnych dywidendy zwykłe mają charakter regularny, okresowy i są zwykle wypłacane w gotówce. Okres płatności w firmach europejskich wynosi najczęściej rok, podczas gdy dywidendy w USA są płatne zwykle co kwartał. Wiele firm prowadzi politykę płatności, która polega na utrzymywaniu w miarę możliwości stałej lub zbliżonej wysokości poszczególnych wypłat (tzw. *smoothing*). Dywidendy specjalne wypłacane są nieregularnie i mają charakter jednorazowy (sporadyczny). Taka charakterystyka tego instrumentu powoduje, iż dywidenda specjalna nie wywołuje wśród uczestników ryn-

ku oczekiwać co do kolejnych wypłat spółki wobec inwestorów. Split natomiast jest wymianą akcji danej spółki na akcje o innym nominale (niższym w przypadku splitu klasycznego i wyższym dla splitu odwróconego), dokonywaną głównie z myślą o zwiększeniu płynności danej akcji.

Wykup akcji własnych przez spółkę jest formą dystrybucji jej kapitału do udziałowców, realizowaną najczęściej w formie zakupu akcji ze środków własnych przedsiębiorstwa (choć zdarzają się także przykłady wykupu ze środków dłużnych). Wykup taki umożliwi dokonanie zmian w strukturze kapitałowej spółki, a także transfer do właścicieli nadmiaru gotówki, może on także być efektywnym instrumentem ochrony przed wrogim przejęciem. Wpływ wykupu akcji własnych na podwyższenie wartości akcji, a zatem i wartości spółki, pozostaje do dyskusji wśród teoretyków finansów.

Decyzje o zainicjowaniu procesu wykupu akcji własnych motywowane są wieloma czynnikami, najczęściej wynikającymi z ogólnej polityki finansowej firmy, która wiązać się może z chęcią umorzenia części udziałów, przekazania nabytych akcji pracownikom (kadrze menedżerskiej lub szerokiemu gronu pracowników spółki) lub dokonania ich wymiany na obligacje w związku z emisją przez spółkę obligacji zamiennych. Firmy często traktują wykup akcji własnych jako uzupełnienie wobec regularnej dywidendy (w tym ostatnim przypadku suma wypłat udziałowców pozostaje niezmienną, a zmienia się jedynie struktura wypłat inwestorskich).

Dominacja dywidendy jako instrumentu wypłat dla inwestorów należy w wielu krajach do historii. Zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych wyjątkowo silny jest tzw. efekt substytucji, czyli wypierania dywidend przez wykup akcji własnych<sup>1</sup>. Jedno z badań wskazuje, iż o ile jeszcze w 1977 roku aż 71% amerykańskich firm przemysłowych wypłaciło dywidendy swoim akcjonariuszom, o tyle w 2003 roku 22%. Jednocześnie odsetek spółek dokonujących wykupu własnych akcji początkowo stabilny i niewysoki, rósł gwałtownie, zwłaszcza od 1993 roku, osiągając w 2006 roku poziom 36% wszystkich badanych firm<sup>2</sup>. Od roku 1996 wykup akcji własnych stanowi w USA dominującą formę płatności inwestorskich.

Dynamika wzrostów w poziomie wykupu akcji własnych w Europie w stosunku do USA jest nieco opóźniona. Jest to efekt głównie odmiennego otoczenia prawnego. Wiele krajów europejskich nie pozwala lub nie pozwalało na do-

<sup>1</sup> Jedne z pierwszych badań efektu substytucji dywidend regularnych przez *buy back*, przeprowadzili G. Grullon i R. Michaely w *Dividends, Repurchases and the Substitution Hypothesis*, „Journal of Finance” 2002, 57:4, s. 651–680.

<sup>2</sup> J. Hsieh, Q. Wang, *Stock Repurchases: Theory and Evidence, Part 1*, w: H.K. Baker, *Dividends and Dividend Policy*, JohnWiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2009, s. 241.

konywanie tego typu operacji. Wykup własnych akcji był zakazany we Francji i w Niemczech do lat 90. XX wieku. Wielka Brytania, chociaż zniosła formalne zakazy w tym zakresie już w latach 80. XX wieku, stosowała jednak niekorzystne rozwiązania podatkowe, co hamowało postęp w rozwoju tego instrumentu. W efekcie dopiero w ostatnich latach instytucja wykupu akcji własnych mogła zacząć być swobodniej wykorzystywana przez przedsiębiorstwa w tych krajach<sup>3</sup>.

W Polsce wykup akcji własnych również jest instrumentem coraz powszechniej wykorzystywanym w praktyce spółek, zwłaszcza spółek giełdowych, chociaż dywidenda gotówkowa pozostaje podstawowym narzędziem regulacji płynności spółki wobec inwestorów. Statystyka 2007 roku dotycząca spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie wskazuje, iż z grupy 351 spółek notowanych na tym parkiecie dywidendę wypłaciło 87 przedsiębiorstw (24,8%), natomiast 12 firm (3,4%) dokonało wykupu akcji własnych. Ponadto 18 spółek (5,1%) przeprowadziło operację splitu. Pierwszą polską spółką, która przeprowadziła operację wykupu, była Polfa Kutno. Znaczące operacje tego typu, dokonane były między innymi w takich spółkach, jak Alchemia czy TVN<sup>4</sup>.

Popularność wykupu w najbliższych latach w Polsce będzie się prawdopodobnie zwiększać, co najmniej z dwóch powodów:

- a) zmian o charakterze prawnym (wprowadzenie zmian do *Kodeksu spółek handlowych* w 2008 roku, jako element implementacji dyrektyw unijnych, związanych z harmonizacją europejskiego prawa finansowego);
- b) występowanie osłabionej koniunktury giełdowej, wywołującej obniżki cen akcji wielu spółek notowanych na GPW; niedowartościowanie podmiotów gospodarczych to bowiem uniwersalny sygnał kupna dla każdego podmiotu planującego dokonanie zakupu (także dla firmy chcącej nabyć swoje akcje).

### **Specyfika polityki płynności w formie wykupu akcji własnych w małych i średnich przedsiębiorstwach**

Małe i średnie przedsiębiorstwa są znacznie rzadszymi płatnikami dywidend niż duże podmioty gospodarcze. Liczne badania empiryczne potwierdza-

---

<sup>3</sup> Szerzej na temat tendencji w zakresie wykupu akcji własnych na świecie w International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) – *Report on Stock Repurchase Programs*, www.iosco.org, Madryt 2004.

<sup>4</sup> T. Marciniak, *Wykup akcji własnych w teorii i w praktyce*, Magazyn Kadry Zarządzającej CEO, Warszawa 2009, s. 3.

ją taką prawidłowość w praktyce; dotyczy to zarówno firm europejskich<sup>5</sup>, jak i przedsiębiorstw amerykańskich<sup>6</sup>.

Niższy poziom płatności dywidend w mniejszych przedsiębiorstwach skutkuje jedną z najważniejszych tendencji w zakresie polityki płatności dywidend we współczesnej gospodarce – koncentracji wypłat dywidend na firmach dużych. Różnice w podejściu do wypłat dywidend pomiędzy firmami dużymi i mniejszymi podmiotami gospodarczymi mają wiele źródeł. Do grupy czynników, które mają w tym kontekście największe znaczenie zaliczyć można:

- a) łatwiejszy dostęp do rynków finansowych, jaki mają firmy duże, co powoduje występowanie mniejszego nacisku na wykorzystywanie do przeprowadzania inwestycji zysków zatrzymanych;
- b) znaczący udział w dużych firmach inwestorów instytucjonalnych; inwestorzy ci mają zwykle dużą siłę przetargową w negocjacjach z zarządem, co powoduje ich większy wpływ na menedżerów w zakresie wypłat dywidend;
- c) funkcjonowanie w sektorach o niższym poziomie wypłat (poziom dywidend zależy od sektora, w którym funkcjonuje dany podmiot, przy czym dywidendy są tym wyższe, im niższy jest poziom konkurencyjności danego rynku); firmy małe nadzwyczaj rzadko operują w sektorach zmonopolizowanych, a dominująca ich większość funkcjonuje w sektorach, w których obniżony poziom kosztów wejścia powoduje wysoki poziom konkurencyjności;
- d) dywidendy koncentrują się wokół firm najbardziej opłacalnych i przynoszących najwyższe dochody;
- e) dywidendy są zwykle domeną firm „dojrzałych”, funkcjonujących od wielu lat na rynku, firmy młodsze, zwłaszcza te, które znajdują się w stadium szybkiego rozwoju, unikają płacenia dywidend, starając się przeznaczać wypracowane w toku bieżącej działalności środki na realizację inwestycji (co wymaga pozostawiania większej części zysku netto w spółce, w postaci zysku zatrzymanego);
- f) dywidendy są statystycznie wyższe w firmach, które charakteryzują się wysoką stabilnością poziomu dochodów; ta cecha również jest charakterystyczna raczej dla przedsiębiorstw relatywnie większych.

---

<sup>5</sup> Dla przykładu wymienić można: L. Correia da Silva, M. Goergen, L. Renneboog, *Dividend Policy and Corporate Governance*, Oxford University Press, Oxford 2004, s. 7–35; von H.J. Eije, W.L. Megginson, *Dividend Policy and Share Repurchase in the European Union*, „Journal of Financial Economics” 2008, 89:2, s. 346–374.

<sup>6</sup> Np. H. DeAngelo, L. DeAngelo, D.J. Skinner, *Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings*, „Journal of Financial Economics” 2004, 72:3, s. 425–456.

Opisane powyżej czynniki powodują, iż firmy większe powinny płacić wyższe dywidendy niż firmy mniejsze. Liczne badania empiryczne potwierdzają przedstawione tezy<sup>7</sup>. Poza potwierdzeniem faktu, iż wskaźnik płatności dywidend wzrasta wraz ze wzrostem firmy, badania te (głównie o charakterze ankietowym) – w stosunku do instytucji wykupu akcji własnych – wskazują, iż:

- a) wykup akcji własnych często nie jest traktowany jako alternatywa wobec dywidendy, ale raczej jako narzędzie uelastycznienia polityki płatności wobec akcjonariuszy;
- b) ważnym czynnikiem decyzji wykupu jest posiadanie okazji inwestycyjnych oraz zgromadzenie w toku bieżącej działalności dodatkowej gotówki lub płynnych aktywów;
- c) stabilność przyszłych dochodów i zrównoważone zmiany dochodu, które są głównymi czynnikami wpływającymi na wypłatę regularnej dywidendy, nie mają tak wielkiego znaczenia przy decyzjach dotyczących wykupu.

Przedstawione wyniki mogą stanowić pewne wskazówki, dotyczące zarówno czynników determinujących wykup, jak i przyczyn rosnącej popularności tego instrumentu płatności inwestorskich. Jednym z głównych walorów *buy backu* jest elastyczność tej formy płatności. W przeciwieństwie do dywidendy klasycznej istnieją w tym przypadku znacznie większe możliwości wyboru zarówno terminu, jak i poziomu wypłaty. Jest to szczególnie istotny czynnik w przypadku tych podmiotów, które nie są w stanie przez dłuższy okres generować regularnych dochodów, przeznaczonych na dywidendę. Wypłacie regularnych dywidend nie sprzyja także silny trend rozwojowy spółki, charakteryzujący firmy o dużych możliwościach inwestycyjnych. Obie wymienione cechy wskazują, dlaczego firmy młodsze, mniejsze i znajdujące się we wcześniejszej fazie rozwoju swojego cyklu życiowego, powinny preferować nieregularny wykup kosztem klasycznej dywidendy.

Forma wykupu może również – przynajmniej do pewnego stopnia – być determinowana wielkością spółki. Choć dominującą formą wykupu akcji jest ich zakup na otwartym rynku po bieżącej cenie rynkowej to w przypadku mniejszych spółek bardziej efektywna może się okazać oferta kierowana do wybranych udziałowców. Wynika to z większych możliwości wykorzystywania przez mniejsze podmioty *buy backu* do „wyprofilowania” składu właścicielskiego. Odbywa się to poprzez wykupienie udziałów tych akcjonariuszy, którzy zostaną uznani za „niepożądanych” (przy zachowaniu wszelkich wymogów prawnych związanych

<sup>7</sup> Jednym z przykładów najnowszych badań tej kwestii jest: F. Bancel, N. Bhattacharya, U.R. Mittoo, *Cross-Country Determinants of Payout Policy: European Firms* w: H.K. Baker, *op.cit.*, s. 80.



z eliminacją takich udziałowców). W mniejszych spółkach częściej natomiast występować może kłopotliwy problem przekroczenia progów udziałowych, co wymaga wszczęcia procedury publicznego wezwania.

Przepisy prawne w poszczególnych krajach wpływają na możliwości dokonywania wykupu, a poszczególne regulacje, mogą – w tym kontekście – być nakierowane także na mniejsze podmioty gospodarcze. Przykładami polskich regulacji w tym zakresie są następujące przepisy:

- a) umożliwiające dokonanie wykupu akcji własnych także poza rynkiem giełdowym;
- b) dające możliwość skorzystania w trakcie procesu wykupu z usług pośrednictwa biur maklerskich<sup>8</sup>;
- c) ograniczające poziom zakupów w trakcie jednego dnia wykupu do wysokości 25% średniego dziennego wolumenu obrotu.

Ostatnia z wymienionych regulacji może niekiedy stanowić problem dla spółek o małym obrocie; pozostałe regulacje mają ułatwić dokonywanie wykupu mniejszym podmiotom.

Ważnym celem dokonywania operacji wykupu akcji własnych spółki pozostaje chęć dokonania zmian w strukturze kapitałowej<sup>9</sup>, zarówno spółek dużych, jak i mniejszych podmiotów gospodarczych. Warto w tym kontekście zwrócić uwagę, iż mniejsze spółki częściej wykorzystują *buy back* dla dokonania operacji wykupów o charakterze specjalnym, np. wykupu lewarowanego (LBO) czy wykupu menedżerskiego (MBO). Znacznie mniejsze wymogi kapitałowe dla dokonania takiej operacji w mniejszych firmach czynią te formy wykupu bardziej dostępnymi dla firm relatywnie niezbyt dużych. Klasycznym przykładem takiej operacji na rynku polskim był wykup menedżerski dokonany w Stomilu Sanok.

Łatwiejszy technicznie do przeprowadzenia jest także wykup akcji mniejszych spółek, w przypadku chęci dokonania „właścicielskiego upodmiotowienia” pracowników spółki przez przekazanie im pewnej porcji akcji, nabytych w procesie wykupu.

---

<sup>8</sup> Korzystanie z pomocy biur maklerskich przy operacjach wykupu akcji własnych jest w Polsce powszechna, głównie ze względów podatkowych, zarówno dla małych, jak i dużych spółek.

<sup>9</sup> Ciekawym przykładem wykorzystania operacji *buy backu* do przejęcia większości udziałów w spółce jest Telekomunikacja Polska SA, w której największy udziałowiec – France Telecom, wskutek tego typu operacji finansowych – bez dokupywania akcji – zwiększył swoje udziały z 46% do 52%. Źródło: T. Marciniak, *op.cit.* s. 4.



## Wnioski

1. Rozpowszechnianie się wykupu akcji własnych jako dominującej formy płatności inwestorskich wynika z licznych zalet tego instrumentu (przekazywanie jasnego, pozytywnego sygnału dotychczasowym i potencjalnym inwestorom o przyszłej kondycji finansowej spółki oraz wysoka – w porównaniu z klasyczną dywidendą – elastyczność tej metody płatności ze względu zarówno na moment, jak i na poziom wykupu).
2. Zmiany w polskim systemie prawnym związane z ewolucją prawa europejskiego w zakresie polityki finansowej sprzyjają rozwojowi tej formy wypłat inwestorskich także w naszym kraju. Wykorzystanie szerszych możliwości prawnych w tym zakresie powinno uelastyczyć politykę płatności zarówno w dużych, jak i w małych przedsiębiorstwach. Przeprowadzone zmiany dotyczą wyłącznie spółek akcyjnych, dlatego na regulacji tej skorzystają wyłącznie te małe i średnie podmioty gospodarcze, które funkcjonują w tej formie organizacyjno-prawnej.
3. Wykup akcji własnych może być szczególnie praktycznym narzędziem płatności inwestorskich dla mniejszych spółek akcyjnych. Spółki te mają często mniejsze możliwości wypłat regularnych dywidend, dlatego rozszerzenie palety stosowanych instrumentów płatności może stanowić ważny element polityki wypłat, a także skutecznie przekazywać sygnały z takiej spółki (także w przypadku, gdy nie jest to spółka publiczna).

## SHARE REPURCHASE AS A FORM OF PAYMENT POLICY AT SMALLER PUBLIC COMPANIES

### Summary

Buy back (share repurchase) becomes one of the most common instrument of payment policy in contemporary enterprises, due to the numerous advantages for both - companies and investors. The article describes the prospects for the repurchase of shares by companies, with particular emphasis on the analysis of these solutions, which can be used in smaller public limited companies.

*Translated by Sławomir Zarębski*