

# Bożena Horbaczewska

---

## Wykup własnych akcji jako metoda zwiększania wartości akcjonariusza

---

International Journal of Management and Economics 13, 60-80

---

2002

Artykuł został zdigitalizowany i 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.

Bożena Horbaczewska  
*Katedra Rynków Kapitałowych*

## **Wykup własnych akcji jako metoda zwiększania wartości dla akcjonariusza**

### **Koncepcja wartości dla akcjonariusza (*shareholder value*)**

Jedno z podstawowych założeń teorii gospodarki rynkowej mówi, że efektywna alokacja zasobów następuje dzięki dążeniu jednostek do zaspokojenia własnych potrzeb. Główną „potrzebą” akcjonariuszy inwestujących kapitał jest maksymalny wzrost jego wartości. Akcjonariusze, wybierając – pośrednio lub bezpośrednio – zarząd spółki, oczekują, że będzie on prowadził sprawy spółki w ich najlepszym interesie, że będzie podejmował działania mające na celu maksymalizację wartości zainwestowanego kapitału.

Jednakże członkowie zarządu mają swoje własne cele, które chcą realizować i czasem mogą być skłonni dla tych własnych celów poświęcić interesy akcjonariuszy. Akcjonariusze natomiast mogą wykorzystać różne metody zwiększające zainteresowanie zarządu realizacją interesów pracodawców: stosunkowo duży udział zarządu we własności spółki, oparcie wynagrodzenia zarządu na stopie zwrotu dla akcjonariuszy, zagrożenie przejęciem przez inną firmę oraz konkurencję na rynku pracy dla zarządzających spółkami.

Posiadanie znacznej liczby akcji lub opcji na akcje spółki zazwyczaj wystarczająco silnie motywuje do działań zgodnych z interesem wszystkich akcjonariuszy. Tym bardziej, że podejmowanie ryzykownych inwestycji wiąże się ze znacznie wyższym ryzykiem niepowodzenia dla zarządu (dla którego posiadane akcje stanowią znaczną część prywatnego majątku), niż dla akcjonariuszy (którzy zazwyczaj dywersyfikują ryzyko i w akcje jednej spółki inwestują tylko część swego majątku).

Oczekiwane efekty może przynieść powiązanie wynagrodzenia, a zwłaszcza jego części motywacyjnej, ze stopą zwrotu dla akcjonariuszy. Trzeba jednak uwzględnić pewne czynniki niezależne od zarządu, jak ogólne trendy gospodarcze i koniunktura na rynku kapitałowym.

Spółki, które z powodu niewłaściwego zarządzania uzyskują na rynku giełdowym cenę niższą niż możliwa do osiągnięcia przy bardziej efektywnym wykorzystaniu aktywów, mogą stać się celem wrogiego przejęcia. W przypadku

powodzenia agresora najczęściej cały zarząd traci pracę. A rynek pracy dla kadry zarządzającej jest rynkiem pracodawcy, nie jest łatwo znaleźć pracę menedżerowi, który nie obronił własnej spółki przed wrogim przejęciem. W Wielkiej Brytanii w latach 1985-1986 średnio rocznie miało miejsce około 400 przejęć firm, których wartość stanowiła około 2,5% rynkowej kapitalizacji papierów wartościowych. W tym samym okresie ponad 70% menedżerów zmieniło pracę po wrogich przejęciach zakończonych sukcesem i tylko ponad 30% po przejęciach nieudanych.<sup>1</sup>

A co z interesami innych podmiotów powiązanych z przedsiębiorstwem (*ang. stakeholders*)? Czy przedsiębiorstwo nie powinno także dbać o interesy pracowników, dostawców, odbiorców, społeczności lokalnych, dążąc do zrównoważenia interesów wszystkich grup z nim związanych? Owszem, ale tak naprawdę może to efektywnie i długoplanowo uczynić tylko przez wzrost konkurencyjności, produktywności i jakości własnych wyrobów. Bo tylko przedsiębiorstwo konkurencyjne pod względem kosztów, jakości towarów, stopnia wykwalifikowania pracowników i generujące w długim okresie dodatnie strumienie pieniężne jest w stanie przetrwać w długiej perspektywie i służyć tym samym wszystkim grupom interesu i grupom społecznym, które są z nim związane.

Zwiększanie wartości dla akcjonariusza leży w interesie wszystkich uczestników rynku finansowego, bo poprzez fundusze inwestycyjne i emerytalne, poprzez indywidualnie dokonywane inwestycje na rynku kapitałowym wszyscy są zainteresowani wzrostem zainwestowanych wartości. Na rozwiniętym rynku amerykańskim inwestorzy instytucjonalni są właścicielami około 50% rynku, a osoby fizyczne i fundusze emerytalne 75% akcji firm z listy Fortune 500.<sup>2</sup> Nieefektywność zarządzania i straty przedsiębiorstw, mające odbicie w spadku cen akcji, dotyczą szerokie grono akcjonariuszy i wpływają na procesy gospodarcze – im więcej dokonanych inwestycji w papiery wartościowe, tym większy wpływ zmiany cen giełdowych na bieżące konsumpcyjne wydatki inwestorów indywidualnych.

Jakie wobec tego kryterium ekonomiczne powinno być maksymalizowane? Na co zarząd powinien zwrócić szczególną uwagę, aby zyski osiągnięte przez akcjonariuszy były wyższe niż z innych, alternatywnych inwestycji, jednym słowem – aby byli zadowoleni z dokonanej inwestycji i wybranego zarządu?

Zyskująca coraz więcej zwolenników koncepcja wartości dla akcjonariusza zakłada, że głównym i najważniejszym celem działania przedsiębiorstwa jest maksymalizacja wartości środków zainwestowanych przez akcjonariuszy. „Polityka tworzenia wartości dla akcjonariuszy polega na ocenie wartości ekonomicznej inwestycji w oparciu o prognozowane przepływy gotówki zdyskontowane kosztem kapitału. Przepływy gotówki stanowią z kolei podstawę dochodów akcjonariuszy z dywidend i wzrostu wartości rynkowej akcji”.<sup>3</sup> Działania zarządu spółki powinny zatem być nakierowane na maksymalizację sumy wartości ryn-

kowej akcji, wypłacanych dywidend i innych kwot przekazywanych akcjonariuszom z tytułu ich uczestnictwa w spółce.

Jedną z możliwych form dystrybucji wartości (gotówki) jest wykup i umorzenie przez spółkę własnych akcji (*buy-back*). W niniejszej pracy chciałabym odpowiedzieć na pytanie, czy wykup i umorzenie akcji własnych przyczynia się do zwiększenia wartości dla akcjonariusza.

### Operacje wykupu akcji własnych

**Aspekty prawne.** Decyzję o wykupie akcji i ich umorzeniu podejmuje walne zgromadzenie akcjonariuszy.<sup>4</sup> Umorzenie akcji jest operacją odwrotną do emisji. Sprzedaż akcji nowej emisji to przekazanie akcji nabywcom w zamian za np.: gotówkę, zaś umorzenie to wypłata gotówki w zamian za akcje. Umorzenie akcji własnych przez spółkę oznacza ich likwidację w formie, w jakiej zostały wydane, i jednocześnie utratę przez ich właścicieli wszelkich praw, które były w nich inkorporowane.<sup>5</sup> Cena wykupu ustalana jest decyzją walnego zgromadzenia lub zarządu spółki. Za wykupione i umorzone akcje, oprócz lub zamiast gotówki, akcjonariusze mogą otrzymać tzw. akcje „stub”<sup>6</sup>, nie posiadające wartości nominalnej, ale dające ich właścicielom te same lub podobne prawa, co akcje zwykłe.<sup>7</sup>

W Stanach Zjednoczonych znaczny wzrost wartości i ilości dokonywanych operacji wykupu własnych akcji zaznaczył się w połowie lat 80. W następnej dekadzie operacje te przeprowadzały również spółki w innych krajach, np. w Kanadzie, a także w Europie Zachodniej i w Polsce.<sup>8</sup>

**Sposoby przeprowadzania operacji wykupu akcji własnych na rynku.** Operacje wykupu własnych akcji przeprowadzane są głównie na trzy sposoby: oferta wykupu po ustalonej stałej cenie, oferta typu aukcyjnego (tzw. aukcja holenderska) i operacje wykupu na wolnym rynku.

Oferta wykupu akcji pierwszego rodzaju określa liczbę akcji, które spółka chce wykupić, stałą cenę za akcję i termin ważności oferty. Może też określać minimalną ilość akcji, które muszą zostać przedstawione do wykupu, aby oferta doszła do skutku. Jeśli do wykupu zostanie przedstawionych więcej akcji niż spółka zamierzała wykupić, wówczas zarząd podejmuje decyzję, czy ofertę rozszerzyć na wszystkie akcje przedstawione przez akcjonariuszy do wykupu, czy wykupić dokładnie taką liczbę akcji, jaka była określona w ofercie, proporcjonalnie redukując ilość akcji odkupywanych od każdego z akcjonariuszy.

W ofercie typu aukcyjnego spółka określa dokładnie liczbę akcji, które chce wykupić z rynku, najniższą i najwyższą cenę, którą jest gotowa za nie zapłacić i termin, w którym zamyka zbieranie ofert od akcjonariuszy. Akcjonariusze, odpowiadając na ofertę spółki, określają ilość akcji, które chcieliby sprzedać i cenę (mieszczącą się w widełkach określonych w ogłoszeniu), po której gotowi są zawrzeć transakcję. Po zamknięciu okresu zbierania ofert od inwestorów zarząd

sortuje je według proponowanej ceny i wyznacza tę cenę, po której wykupi oczekiwaną ilość akcji. Wyznaczona w ten sposób cena jest ceną transakcyjną dla wszystkich akcjonariuszy, którzy zaproponowali cenę niższą lub równą cenie transakcyjnej. Od tych, którzy proponowali cenę wyższą od transakcyjnej, akcje nie zostaną kupione.

Omówione powyżej dwa rodzaje ofert wykupu akcji są obecnie mało popularne. Ich zastosowanie umożliwia jednak realizację celów istotnych dla spółki, np. pozwala w krótkim czasie wykupić z rynku dużą ilość akcji, średnio około 15% wyemitowanych akcji.<sup>9</sup> Oferty ze stałą ceną wykorzystywane są wówczas, gdy głównym motywem przeprowadzanej operacji jest przekazanie gotówki (wartości) akcjonariuszom poprzez wykup za cenę rynkową powiększoną o premię lub znaczne zmniejszenie w krótkim czasie ilości akcji w obrocie. Oferta typu holenderskiego wykorzystywana jest wówczas, gdy spółka chce wykupić znaczną część akcji w krótkim terminie, ale płacąc niższe premie.

Spółki mają również możliwość kupowania własnych akcji bezpośrednio lub przez pośredników na wolnym rynku kapitałowym w ramach ogłoszonych publicznie tzw. programów wykupu akcji. Czas trwania programu i liczba akcji, które są nim objęte, nie są w żaden sposób ograniczone, jednakże najczęściej typowy program wykupu akcji dotyczy około 5% wyemitowanych akcji i obejmuje okres 2 do 3 lat.<sup>10</sup>

Największe operacje wykupu akcji własnych przeprowadzane są na rynku amerykańskim. Zainteresowanie spółek tymi operacjami znacznie wzrosło w połowie lat 80. Dwukrotnie w okresie 1980-1999 nastąpił gwałtowny rozwój tego rynku – po raz pierwszy w połowie lat 80. i po raz drugi w połowie lat 90. Średnio około 70% wartości ogłoszeń o wykupie akcji to operacje wykupu przeprowadzane na wolnym rynku. W latach 1995-1999 te operacje to co najmniej 95% wartości ogłoszonych wykupów. Od roku 1996 wartość programów wykupu akcji przekracza 100 mld USD rocznie. Znacznie mniejsze – i malejące z upływem czasu – znaczenie mają wykupy akcji po stałej cenie i metodą aukcyjną. Ich łączny udział w wartości wszystkich ogłoszeń kształtuje się średnio na poziomie 3-5%. Wypłaty z tytułu wykupów akcji w latach 1972-1983 stanowiły poniżej 4,5% zysków spółek, a w okresie 1984-1998 już ponad 25%.<sup>11</sup>

Główną przyczyną wzrostu zainteresowania operacjami wykupu akcji były wprowadzone w 1992 r. zmiany w uregulowaniach prawnych. Istotne są również: poziom cen giełdowych i ogólna kondycja gospodarki. Ilość i wartość ogłaszanych programów wykupu akcji jest odwrotnie proporcjonalna do poziomu cen rynkowych. Spadek cen giełdowych, a więc przecena akcji, powodują wzrost zainteresowania przedsiębiorstw operacjami wykupu akcji własnych, bowiem zwiększają się różnice między cenami rynkowymi a rzeczywistą wartością akcji (z punktu widzenia zarządu). Wykup akcji w okresie spadków cen na giełdzie przynosi korzyści i spółce, i akcjonariuszom. W latach 80. niektóre branże boryka-

ły się z nadmiarem zgromadzonej gotówki, której nie można było zainwestować w przedsięwzięcia dające odpowiednio wysoką stopę zwrotu. Dlatego też największe pod względem wartości operacje wykupu akcji były prowadzone w przedsiębiorstwach przemysłu naftowego. Exxon np. na wykup akcji własnych przeznaczył kwotę 15 mld USD.<sup>12</sup>

W roku 1992 w Stanach Zjednoczonych rozpoczął się kilkuletni okres spokojnego rozwoju gospodarczego. Dla przedsiębiorstw był to czas rosnących przychodów, zysków i przepływów pieniężnych, sprzyjających akumulacji gotówki i zwiększających możliwości i skłonności do zwiększania wypłat dla akcjonariuszy. Istnieją podstawy, by sądzić, że część zgromadzonych zasobów gotówki zamiast na zwiększenie wypłacanych dywidend, została przeznaczona na finansowanie programów wykupu akcji własnych.<sup>13</sup>

**Wpływ operacji wykupu akcji własnych na bilans przedsiębiorstwa.** Wykup akcji własnych przez spółkę nie pozostaje bez wpływu na bilans przedsiębiorstwa.

Spółka może wykupić akcje własne bez zamiaru ich umorzenia i finansować operację ze środków własnych lub z nowo zaciągniętych zobowiązań. Jeżeli wykup akcji finansowany jest ze środków własnych, wówczas wartość nominalna i księgowy kapitał własny pozostają bez zmian, natomiast w przypadku finansowania operacji nowymi zobowiązaniami zmniejsza się udział kapitału własnego w finansowaniu działalności spółki. Akcje mogą zostać wykupione w celu ich umorzenia. Umorzenie natomiast może zostać przeprowadzone z obniżeniem albo bez obniżenia kapitału akcyjnego.

Wykup akcji finansowany z czystego zysku i umorzenie części akcji własnych bez obniżenia kapitału akcyjnego spowoduje wzrost wartości nominalnej, księgowej oraz najprawdopodobniej także rynkowej każdej niewykupionej akcji. Każda akcja będzie teraz reprezentowała większą część kapitału akcyjnego, niż przed umorzeniem. Wartość i udział kapitału własnego i obcego w bilansie pozostają takie same. Zmniejsza się liczba akcji i najczęściej zmienia się struktura akcjonariatu. Potencjalny wzrost ceny rynkowej wynika właśnie ze zwiększenia wartości akcji niewykupionych, ale także – krótkookresowo – ze zmniejszenia liczby akcji, a w związku z tym poprawy wskaźników rynkowych.

Operacja wykupu akcji własnych w celu umorzenia, ale bez obniżania kapitału własnego, może zostać sfinansowana nowymi zobowiązaniami.<sup>14</sup> W takim przypadku nowe zobowiązania zostałyby przeznaczone na wykup części akcji własnych z rynku, co spowodowałoby zmiany wartości niewykupionych akcji, takie same jak opisane powyżej. Zmieniłaby się jednak struktura kapitałowa, bo znacznie zwiększyłaby się wartość kapitału obcego w finansowaniu działalności spółki. Wiązałoby się to ze zmianą wskaźników zadłużenia i płynności, a więc mimo poprawy wskaźników rynkowych spółka najprawdopodobniej nie zostałaby porównywalnie wyceniona przez rynek. Ponieważ kapitał własny nie zo-

stałby obniżony, spółka nie musiałaby zabezpieczać interesów swoich wierzycieli (zgodnie z polskim prawem), zaś zaciągnięte zobowiązania zostałyby przeznaczone na wypłaty gotówkowe i bezpośrednio przetransferowane do akcjonariuszy. Najprawdopodobniej zmieniłaby się również struktura akcjonariatu.

Spółka może przeprowadzić operację wykupu akcji w celu umorzenia wraz z obniżeniem kapitału akcyjnego, finansując ją z czystego zysku. Wartość nominalna akcji pozostaje bez zmian, ale zostaje zredukowana ich ilość. Ponieważ zmniejsza się ogólna wartość kapitałów własnych i pasywów, zwiększa się udział kapitału obcego w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa. W konsekwencji zwiększają się wskaźniki zadłużenia. Wzrost wskaźników zadłużenia wraz z obniżeniem wartości kapitału akcyjnego dla wierzycieli może oznaczać spadek wartości ich wierzytelności. Spółka jest wówczas zobowiązana do zabezpieczenia interesów tych wierzycieli, którzy obawiają się spadku wartości wierzytelności, w satysfakcjonujący ich sposób.

Zmiana ilości akcji i wartości księgowej kapitału zakładowego to także zmiana wskaźników rynkowych. Wzrost udziału zadłużenia w finansowaniu działalności spółki, a więc wzrost dźwigni finansowej i osłony podatkowej, może spowodować zwiększenie wartości zysku netto, a zmniejszenie wartości aktywów (przez wypłacenie akcjonariuszom gotówki), może przynieść efekty w postaci lepszego wykorzystania pozostałej gotówki. Tu właśnie może tkwić źródło krótkoterminowego wzrostu ceny rynkowej akcji. Najprawdopodobniej jednak spółka nie osiągnie poziomu wskaźników rynkowych sprzed operacji wykupu i umorzenia, właśnie z powodu zwiększenia stopnia finansowania kapitałem obcym, co podnosi przecież ryzyko inwestowania w jej akcje.

Największe zmiany przynosi wykup akcji własnych w celu umorzenia z obniżeniem kapitału akcyjnego i finansowany nowym zadłużeniem (*leveraged recapitalization*<sup>15</sup>). Nowe zobowiązania, które spółka zaciąga, służą do zapłaty za wykupione akcje. Zmniejsza się więc ilość akcji reprezentujących kapitał akcyjny, a po umorzeniu także jego wartość nominalna i księgowa. Jednocześnie zostaje powiększona nominalna wartość kapitału obcego. W wyniku tych operacji w krótkim czasie może nastąpić znacząca zmiana w strukturze finansowania działalności, zwiększająca udział kapitału obcego.

Efekty tej operacji są podobne do skutków wykupu akcji własnych z umorzeniem i obniżeniem kapitału własnego, finansowanego z czystego zysku (opisanych powyżej), jednakże skala i rezultaty są zdecydowanie większe. Spółka także musi przeprowadzić procedurę zabezpieczenia interesów wierzycieli, liczyć się z pogorszeniem wskaźników zadłużenia i płynności, ale może też oczekiwać pozytywnych zmian ceny rynkowej ze względu na zwiększenie dźwigni finansowej i osłony podatkowej oraz poprawę wskaźników rynkowych.

## **Cele realizowane przez stosowanie operacji wykupu akcji własnych; wpływ na wartość rynkową przedsiębiorstwa**

Dlaczego spółki wykupują własne akcje? Jest wiele różnych czynników wpływających na podjęcie takiej decyzji. W każdej spółce przyczyny mogą być nieco inne, najczęściej jednak wskazuje się kilka z nich.

A. Rappaport<sup>16</sup> wymienia trzy główne przyczyny wykupywania własnych akcji przez przedsiębiorstwa: wysłanie rynkowi informacji, że akcje są niedowartościowane, bardziej korzystne niż wypłata dywidendy (ze względów podatkowych) przekazanie gotówki akcjonariuszom oraz zwiększenie dźwigni finansowej i zmiana struktury kapitałów na bardziej zbliżoną do optymalnej dla danego przedsiębiorstwa.

A. Duliniac dodatkowo wskazuje na zmianę struktury własnościowej kapitału akcyjnego i obronę przed wrogim przejęciem, które mogą być głównymi motywami operacji wykupu akcji.

Wykup akcji wpływa także na poziom wskaźników rentowności i wskaźników rynkowych, jest alternatywą dla projektów inwestycyjnych nie zwiększających wartości dla akcjonariuszy, a także umożliwia transfer kapitału z przedsiębiorstw i branż o niskiej dochodowości do tych, które efektywniej zarządzają majątkiem przedsiębiorstw.

**Informacja o niedowartościowaniu akcji.** A. Rappaport, powołując się na badania empiryczne, stwierdza, że reakcja rynku na informację o planach wykupu i umorzenia akcji jest zazwyczaj pozytywna, tzn. powoduje wzrost ceny waloru. Trzeba pamiętać, że jedynie wykup akcji po cenie niższej niż ich wartość (a więc niedoszacowanych) tworzy wartość dla pozostałych akcjonariuszy. Wykup akcji przewartościowanych na rynku powoduje zmniejszenie wartości dla akcjonariuszy pozostających w spółce. Konieczne jest wobec tego przeprowadzenie szczegółowej analizy i wyceny w celu określenia stopnia niedoszacowania wartości akcji. Jeśli okaże się, że akcje są na rynku przewartościowane, to rozwiązaniem korzystniejszym dla akcjonariuszy będzie wypłata gotówki w postaci dywidendy lub zakup akcji innych niedowartościowanych spółek.<sup>17</sup>

Decyzja o wykupie akcji podejmowana jest przez zarząd najczęściej wówczas, gdy jest on przekonany o dobrych perspektywach firmy. To właśnie zarząd jest zawsze najlepiej poinformowany o planowanych przepływach finansowych i zyskowności, a więc o rzeczywistej wartości spółki. Inwestorzy natomiast opierają się na informacjach udostępnianych publicznie. Ceny akcji mogą więc kształtować się poniżej ich faktycznej wartości. Proste upublicznienie korzystnych informacji jest dla rynku mało wiarygodne. Bardziej wiarygodne jest podejmowanie przez zarząd określonych działań, np. ogłoszenie programu wykupu akcji własnych. Rynek odbiera sygnał, że zarząd jest skłonny wypłacać akcjona-



riuszom gotówkę, więc prawdopodobnie spodziewa się, że przyszłe przepływy pieniężne będą wystarczające do zaspokojenia potrzeb inwestycyjnych. Zarząd spółki spodziewającej się trudności z pozyskaniem kapitału w przyszłości, raczej nie będzie dziś skłonny do wypłaty gotówki. Cena proponowana w operacji wykupu jest zazwyczaj wyższa od aktualnej ceny rynkowej. Ogłoszenie o wykupie prowadzi zwykle do dalszego jej wzrostu – w ofercie wykupu akcji po stałej cenie wzrost kurs rynkowego sięga średnio 15%, zaś po ogłoszeniu programu wykupu akcji na otwartym rynku – ok. 4%.<sup>18</sup> Zawsze jednak przekonania i poczynania zarządu są weryfikowane przez inwestorów rynkowych. Jeśli na rynku panuje przekonanie, że prognozy przedstawione przez władze spółki są zbyt optymistyczne lub wręcz nierealne – efekt wzrostu ceny rynkowej będzie niewielki. W przypadku, gdy rynek odbierze informację o wykupie i umorzeniu z optymizmem, wzrost ceny rynkowej przyniesie korzyści wszystkim akcjonariuszom: tym, którzy zdecydowali się sprzedać posiadane walory, daje możliwość uzyskania ceny lepszej od giełdowej przy zminimalizowanym ryzyku i kosztach; tym, którzy zdecydowali się pozostać w spółce, daje wzrost wartości pakietu posiadanych papierów wartościowych poprzez zwiększenie ich udziału w kapitale spółki (wzrost korzyści możliwych do zrealizowania w przyszłości, np. większy wpływ na decyzje dotyczące spółki, większy udział w zysku) i poprawę wskaźników rentowności i wskaźników rynkowych, co zazwyczaj stymuluje dalszy wzrost ceny giełdowej.

Najlepszym sposobem przekazania akcjonariuszom informacji o przekonaniu zarządu o korzystnych perspektywach spółki na przyszłość jest ogłoszenie o planowanym wykupie akcji po stałej cenie. Wysoka premia, czyli nadwyżka ceny wykupu nad ceną rynkową, może obrazować oczekiwania zarządu co do przyszłej kondycji spółki oraz pokazuje skalę ich niedowartościowania przez rynek kapitałowy. W ofertach ze stałą ceną wykupu akcji premia sięga średnio 16%, zaś w ofertach typu aukcyjnego, w których cena transakcyjna ustalana jest jako wypadkowa oczekiwań zarządu i sprzedających akcje akcjonariuszy, premie są nieco niższe – ok. 12,5%.<sup>19</sup>

Istnieją różne hipotezy na temat realizacji programu wykupu akcji na wolnym rynku a przekazaniem informacji o niedowartościowaniu akcji. Tak naprawdę nie wiadomo bowiem, czy zarząd rzeczywiście dokonuje zakupów na rynku, a jeśli tak, to kiedy i po jakiej cenie. Uczestnicy rynku giełdowego nie mogą więc poznać, jaka jest faktyczna (zdaniem zarządu) wartość akcji danej spółki. Niektóre badania dowodzą, że tak naprawdę po ogłoszeniu programu wykupu akcji na wolnym rynku następuje spadek wartości zysku operacyjnego w stosunku do aktywów, a więc sygnały przekazywane przez zarząd mogą być mylące. Często też prognozy inwestycyjne dla spółek ogłaszających program wykupu akcji przewidują spadki ich kursów.<sup>20</sup>

**Zmiana struktury kapitałów.** Wykup części akcji powoduje zmianę struktury kapitałów w firmie. Często to właśnie rekapitalizacja, a więc dobrowolna zmiana struktury kapitałowej modyfikująca udział kapitału własnego i kapitału obcego w finansowaniu działalności firmy, jest głównym celem operacji wykupu akcji. Pozwala ona w krótkim czasie znacznie zmniejszyć udział kapitału własnego w finansowaniu działalności spółki. Jaki sposób przeprowadzenia tej operacji przynosi wobec tego największy efekt rekapitalizacyjny?

Wykup akcji z umorzeniem, ale bez obniżenia kapitału akcyjnego, jeśli jest finansowany z czystego zysku, nie przynosi efektu w postaci zmiany struktury kapitałowej. Wykup i umorzenie akcji z obniżeniem kapitału akcyjnego finansowany z czystego zysku oraz wykup i umorzenie akcji bez obniżenia kapitału akcyjnego finansowany nowymi zobowiązaniami dają znaczne zmiany w strukturze kapitałowej.

Najmocniejsze efekty rekapitalizacyjne można uzyskać, finansując wykupywane akcje nowymi zobowiązaniami i przeprowadzając obniżenie kapitału akcyjnego o wartość wykupionych i umorzonych akcji.

Efektem wzrostu udziału kapitału obcego jest wzrost wskaźnika dług/kapitał własny (ang. *Debt to Equity*). Zwiększenie dźwigni finansowej daje korzyści wynikające z jednej strony ze zmniejszenia obciążeń podatkowych (bo koszty finansowe związane z obsługą zadłużenia obciążonego oprocentowaniem pomniejszają zysk brutto przed opodatkowaniem), z drugiej zaś z zastąpienia droższego (z punktu widzenia spółki) kapitału własnego tańszym kapitałem obcym. Spada więc średni ważony koszt kapitału WACC (ang. *Weighted Average Cost of Capital*) i rośnie wartość rynkowa przedsiębiorstwa. W wyniku przekazania nadmiaru kapitału akcjonariuszom poprawia się stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału ROE (ang. *Return on Equity*). Należy jednak pamiętać, że taka zmiana struktury kapitałowej przynosi korzyści tylko tak długo, jak długo korzyści z tytułu zmniejszenia podatków i obniżenia WACC są wyższe od kosztów finansowych związanych z obsługą zadłużenia. Rezultatem takich operacji jest wzrost ryzyka niewypłacalności i ryzyka inwestycji w papiery dłużne emitowane przez przedsiębiorstwo. To z kolei może prowadzić do spadku wartości rynkowej kapitału obcego i do nasilenia konfliktu interesów pomiędzy wierzycielami a akcjonariuszami spółki. Zwiększenie poziomu zadłużenia poprzez transfer gotówki (wartości) do akcjonariuszy może spowodować spadek wartości długu zaciągniętego uprzednio przez spółkę, ponieważ wartość jednostki długu w firmie o niskich wskaźnikach zadłużenia jest wyższa niż wartość jednostki długu w firmie o wysokim stopniu finansowania kapitałem obcym obciążonym oprocentowaniem (wraz ze wzrostem zadłużenia wzrasta ryzyko niewypłacalności). Ochronie wierzycieli służą przepisy prawne ograniczające lub warunkujące przeprowadzenie operacji wykupu i umorzenia akcji od zabezpieczenia ich interesów. Konsekwencją zbyt wysokiego stopnia finansowania kapitałem obcym mogą być trudności w uzyskaniu następnych kre-

dytów i wzrost ich oprocentowania oraz trudności z uplasowaniem nowych emisji dłużnych papierów wartościowych na rynku.

Każde przedsiębiorstwo powinno dążyć do osiągnięcia optymalnej dla niego struktury kapitałowej, której efektem są: maksymalizacja ceny akcji i minimalizacja średniego ważonego kosztu kapitału.<sup>21</sup> Operacje wykupu i umorzenia akcji własnych umożliwiają w krótkim czasie i w elastyczny sposób osiągnięcie lub zachowanie optymalnej struktury kapitałowej. Najefektywniej można ten cel zrealizować, skupując akcje po stałej cenie lub w aukcji holenderskiej. Długoterminowe i płynne optymalizowanie struktury kapitałowej jest możliwe przy przyjęciu i realizacji przez spółkę kilkuletniego programu wykupu akcji. Wydaje się, że doraźne dostosowanie struktury kapitałowej jest głównym celem niewielu operacji, gdyż większość ogłaszanych wykupów akcji to programy rozciągnięte w czasie i opiewające na niewielką część wyemitowanych akcji.

**Przekazanie wolnej gotówki akcjonariuszom.** Tak wypłata dywidendy, jak i wykup akcji własnych jest sposobem dystrybucji gotówki do akcjonariuszy. Wypłata dywidendy dotyczy wszystkich akcji spółki, dochód otrzymują wszyscy akcjonariusze. Wszyscy muszą zapłacić podatek od otrzymanego dochodu, a także podjąć decyzję o przeznaczeniu pozostałych środków. Wykup akcji jest ofertą kierowaną do wszystkich akcjonariuszy, ale korzystają z niej tylko ci, którzy są nią w danej chwili zainteresowani. Pozostali nie muszą płacić podatku, podejmować decyzji inwestycyjnych i ponosić w związku z tym kosztów transakcyjnych. Wydaje się wobec tego, że w operacji wykupu akcji każdy akcjonariusz otrzymuje to, czego w danej chwili potrzebuje.

Operacjami wykupu własnych akcji zainteresowane są spółki mające wysokie bieżące wpływy gotówki i brak projektów inwestycyjnych zwiększających wartość dla akcjonariuszy. A firma posiadająca duże zasoby wolnej gotówki może stać się obiektem zainteresowania i celem wrogiego przejęcia przez inną spółkę. Pozbycie się wolnej gotówki redukuje, a nawet niweluje takie niebezpieczeństwo.

Zgromadzoną gotówkę można wypłacić akcjonariuszom, wykupując akcje, zwiększając dywidendę gotówkową lub wypłacając dywidendę specjalną. Decyzję o wyborze właściwego sposobu dystrybucji gotówki podejmują władze spółki, uwzględniając politykę dywidend, preferencje akcjonariuszy i ewentualne korzyści podatkowe.

Decyzję o wypłacie dywidendy podejmuje zwyczajne walne zgromadzenie akcjonariuszy. Może być ona wypłacona akcjonariuszom z zysku, wykazanego w rocznych sprawozdaniach finansowych zbadanych przez biegłego rewidenta. Część zysku, zatrzymana w firmie decyzją walnego zgromadzenia akcjonariuszy, może być reinwestowana. Wypłata dużych dywidend pieniężnych prowadzi zazwyczaj do wzrostu ceny rynkowej akcji w krótkim okresie. W długim okresie może powodować ograniczenie wzrostu ceny rynkowej ze względu na to, że

mniejść część środków pozostała w przedsiębiorstwie na inwestycje. Wypłata małych dywidend pieniężnych bądź niewypłacanie dywidend i reinwestowanie całego zysku prawdopodobnie przyczyni się do wzrostu ceny rynkowej w przyszłości, ale ograniczy jej wzrost w krótkim okresie.

Byłoby więc najlepiej, gdyby podział zysku na dywidendy i reinwestycje prowadził do utrzymania równowagi między bieżąco wypłacanymi dywidendami a przyszłym wzrostem maksymalizującym cenę akcji,<sup>22</sup> a więc – by optymalizował politykę dywidend firmy.

Jaki wobec tego sposób podziału zysku i wypłaty gotówki (wartości) akcjonariuszom jest dla nich najbardziej korzystny?

Niektórzy ekonomiści uważają, że lepszym rozwiązaniem – bo mniej ryzykownym z punktu widzenia akcjonariusza – jest wypłata dużych dywidend pieniężnych, ponieważ jednostka dochodu wypłacona dziś w postaci dywidendy jest więcej warta niż jednostka dochodu we wzroście ceny rynkowej w przyszłości. Inni twierdzą, że akcjonariusze wolą akcje spółek reinwestujących zyski, co przekłada się na wzrost ceny rynkowej w przyszłości. Po pierwsze dlatego, że dochody kapitałowe (dochody z tytułu sprzedaży papierów wartościowych) opodatkowane są zazwyczaj niższą stawką podatkową niż dochody z tytułu dywidend. Akcjonariusze raczej zdecydują się na pozostawienie zysków w spółce, licząc na wzrost ceny akcji w przyszłości i realizację większych dochodów kapitałowych w przyszłości, w momencie ich sprzedaży. Jest to problem szczególnie istotny dla inwestorów, którzy są zdecydowani na ponowne zainwestowanie otrzymanych dywidend w akcje tej samej spółki. Zapłacony podatek zmniejsza zarówno wielkość środków trafiających z powrotem do spółki, jak i wartość nowej inwestycji dokonanej przez akcjonariusza. Oprócz tego operacja wypłaty dywidendy i zakupu akcji spółki pociąga za sobą pewne koszty transakcyjne, które obciążają i spółkę, i akcjonariusza. Powiązanie zasad opodatkowania zysków w spółkach, dochodów z dywidend i dochodów kapitałowych sprzyja realizacji określonej polityki gospodarczej, np. w latach 1975–1983 w Anglii wprowadzono przepisy podatkowe zachęcające spółki i akcjonariuszy do zatrzymywania zysków w firmach, a w mniejszym stopniu finansowanie działalności poprzez nowe emisje akcji. Te przepisy wywarły duży wpływ na strategię opracowywane i realizowane przez przedsiębiorstwa.<sup>23</sup> Po drugie, dywidenda wypłacana jest wszystkim akcjonariuszom, wobec tego u wszystkich powstaje zobowiązanie podatkowe. Obowiązek zapłaty podatku od dochodów kapitałowych powstaje wówczas, gdy akcjonariusz sam podejmie decyzję i sprzeda posiadane walory. Ma więc możliwość wyboru najbardziej właściwego – z jego punktu widzenia – momentu powstania zobowiązania podatkowego i jego wysokości. Po trzecie, należy uwzględnić zmianę wartości płaconego podatku w czasie: 1 dolar podatku zapłacony dziś od wypłaconej dywidendy pieniężnej jest więcej wart niż 1 dolar podatku zapłaconego w przyszłości od zysków kapitałowych.

Na podstawie obserwacji rynku kapitałowego opracowano hipotezę zawartości informacyjnej (sygnalizacji), która zakłada, że inwestorzy odczytują zmiany wysokości wypłacanych dywidend jako sygnały o przewidywanych przez zarząd dochodach i zyskach w przyszłości. Dlatego też cena rynkowa akcji spółki, która zamierza wypłacić większe niż zwykle dywidendy, znacznie wzrasta, a cena rynkowa spółki ogłaszającej znaczne obniżenie dywidendy – maleje. Cena akcji spółki, która ma ustaloną politykę wypłaty dywidend, ogłaszającej wypłatę dywidendy w przewidywanej przez rynek wysokości nie zmienia się – oczekiwana wysokość dywidendy została już przez rynek zdyskontowana.

Różne sposoby podziału zysku i wypłaty dywidendy satysfakcjonują różnych inwestorów. Firmy wypłacające duże dywidendy są bardziej atrakcyjne dla inwestorów oczekujących wyższych bieżących dochodów gotówkowych. Gdyby firma zdecydowała nie wypłacać dywidendy, to uzyskanie takiego samego bieżącego dochodu oznaczałoby dla akcjonariusza konieczność sprzedaży części posiadanych walorów i poniesienia kosztów prowizji. Firmy reinwestujące większą część zysku bardziej odpowiadają inwestorom, którzy nie potrzebują dużych bieżących dochodów gotówkowych, są bardziej zainteresowani kumulacją majątku. Otrzymywanie wysokich dywidend wiązałoby się z koniecznością opłacenia podatków i kosztami związanymi z ponownym zainwestowaniem otrzymanej gotówki. Tendencja firm do przyciągania klientów, którym odpowiada realizowana polityka dywidend, została nazwana efektem klienteli.

Tak więc istnieją różne podejścia teoretyczne wskazujące na plusy i minusy rozmaitych sposobów podziału zysku na dywidendy i zyski zatrzymane w spółce. Nie dają one jednak jednoznacznych wniosków. Jak zatem kształtowana jest polityka dywidend w praktyce?

W praktyce rzadko zdarza się, że spółki decydują się na nie wypłacanie dywidend. Każda firma powinna jednak określić swoją własną politykę wypłacania dywidend, bo jest to pozytywnie odbierane przez rynek.

Oczywiście mogą wystąpić trudności z osiągnięciem każdego roku zysku w takiej wysokości, aby zapewnić wypłatę na ustalonym w polityce dywidend poziomie. Jednorazowe jej obniżenie lub zmiana zasad ustalania wysokości dywidendy na mniej korzystne dla akcjonariusza może spowodować gwałtowny spadek ceny rynkowej akcji, gdyż inwestorzy mogą odczytać to jako wyraz przekonania zarządu o pogorszeniu się perspektyw spółki. Utrzymanie wypracowanej polityki dywidend nawet w okresie obniżonego zysku przekonuje akcjonariuszy o pewności zarządu co do pozytywnych perspektyw.

Czy jednak w latach, w których spółka wypracowała szczególnie duży zysk, ale zarząd przewiduje, że ma on charakter jednorazowy i prawdopodobnie nie będzie powtórzony w następnych latach, wysokość dywidendy powinna być podniesiona jednorazowo, czy też konsekwentnie powinna być stosowana przyjęta

polityka wypłaty dywidendy stałej lub o stałej stopie wzrostu? Jaki wpływ na cenę rynkową akcji wywarłaby informacja o jednorazowym podwyższeniu wypłacanej dywidendy gotówkowej? Łatwo przewidzieć, że cena rynkowa akcji, na które będzie wypłacana dywidenda wyższa niż wynikająca z ustalonej polityki dywidend i oczekiwana przez rynek, zdecydowanie i gwałtownie wzrośnie do poziomu dyskontującego wartość nowej dywidendy. Co jednak stanie się po dniu ustalenia prawa do dywidendy? Z całą pewnością cena akcji spadnie i może to być spadek poniżej poziomu początkowego. Informacja o zwiększeniu wypłacanej dywidendy przyciąga głównie kapitał krótkoterminowy, spekulacyjny, który jest nastawiony na uzyskanie profitów w bardzo krótkim czasie, przy znacznie wyższej, akceptowalnej stopie ryzyka; z chwilą uzyskania prawa do zwiększonej dywidendy kapitał ten przestaje być zainteresowany inwestycją i wystawia akcje do sprzedaży nawet po niskiej cenie, gdyż właścicielom tego kapitału zależy na sprzedaży w krótkim terminie i inwestowaniu w inne rynkowe „okazje”. Gwałtowne i nieprzewidywalne zmiany w cenie rynkowej walorów są bardzo niekorzystne dla stabilnych, długoterminowych właścicieli kapitału spółki, gdyż powodują wzrost niepewności co do wysokości ceny rynkowej, a więc wzrost ryzyka inwestycyjnego i ewentualnych kosztów wyjścia z inwestycji. Kompromisowym wyjściem jest wypłata dywidendy w wysokości ustalonej w przyjętej polityce wypłaty dywidendy oraz wypłacenie dywidendy dodatkowej, jednorazowej. Spółka może również zdecydować się na przeprowadzenie operacji odkupienia własnych akcji od akcjonariuszy i ich umorzenia.

Wykup akcji ma jednak pewną istotną przewagę nad wypłatą dodatkowej dywidendy – otóż znaczną korzyścią dla akcjonariuszy sprzedających swoje akcje w ramach organizowanego przez przedsiębiorstwo wykupu i umorzenia jest możliwość zapłacenia niższych podatków, bowiem w wielu krajach podatek od sprzedaży akcji (zysków kapitałowych) jest niższy niż podatek płacony przez akcjonariuszy np. z tytułu otrzymanych dywidend. Akcjonariusze sami podejmują decyzję, czy sprzedadzą akcje, czy nie, wobec tego sami też decydują o powstaniu z tego tytułu zobowiązań podatkowych, a także o ich wysokości. Co więcej, w przypadku wypłaty dywidendy spółka ponosi koszty związane z przeprowadzeniem tej operacji, a następnie ci akcjonariusze, którzy otrzymane środki pieniężne chcą zainwestować, ponoszą koszty transakcyjne związane z nową inwestycją. Koszty przeprowadzenia operacji wykupu akcji ponosi spółka, a ci akcjonariusze, którzy zachowali swoje akcje i pozostali w spółce, nie ponoszą żadnych dodatkowych kosztów.

Jest wysoce prawdopodobne, że to właśnie z powodu przewagi korzyści dla akcjonariuszy w przypadku wykupu akcji, a nie zwiększania dywidend dodatkowych, ta ostatnia forma dystrybucji kapitału jest już prawie nie wykorzystywana na rynku. Najprawdopodobniej z tych samych przyczyn w ciągu ostatnich 15 lat w przedsiębiorstwach amerykańskich zmniejszyła się średnia stopa wypłaty dy-

widendy z 22,3% w 1974 r. do 13,8% w 1998 r. Jednocześnie średnia stopa wypłat z tytułu wykupu akcji w tym samym okresie wzrosła z 3,7% do 13,6%. Średnia stopa wypłat ogółem w badanym okresie pozostała na stabilnym poziomie 26-28%.<sup>24</sup> Nasuwają się dwa wnioski. Pierwszy, że wypłata gotówki poprzez wykup akcji stała się bardziej powszechna niż wypłata dywidendy. Drugi, że zyskała na znaczeniu kosztowność ograniczenia wypłat dywidend gotówkowych. Wykup akcji jest także preferowany przez spółki obecnie rozpoczynające wypłatę gotówki akcjonariuszom.

**Poprawa wskaźników rentowności i wskaźników rynkowych.** Jedną z głównych przyczyn wykupów akcji podawaną przez zarządy spółek jest poprawa wskaźnika: zysk na 1 akcję (ang. EPS – *Earnings per Share*) i innych wskaźników rentowności, np. stopa zwrotu kapitału własnego (ang. ROE – *Return on Equity*) oraz wskaźników rynkowych, np. cena do zysku na 1 akcję (ang. P/E – *Price to Earnings per Share*), cena do wartości księgowej (ang. P/BV – *Price to Book Value*).

Prawdą jest, że zmniejszenie ilości akcji w obrocie rynkowym powoduje wzrost wartości *zysku na 1 akcję*. Na rynku panuje pogląd, że wskaźniki rynkowe oscylują wokół pewnego poziomu, uznanego za najbardziej właściwy dla danej spółki i branży. I tak zmiana wartości *zysku na 1 akcję* powoduje zmianę wartości wskaźnika *cena do zysku na 1 akcję* powyżej lub poniżej poziomu uznanego przez rynek za właściwy. Jeśli uznać za słuszne założenie, że rynek dąży do osiągnięcia owego właściwego poziomu wskaźnika, wówczas można spodziewać się takiej zmiany ceny rynkowej, która automatycznie spowoduje osiągnięcie poprzedniej lub zbliżonej do poprzedniej wartości tego wskaźnika. A więc wzrost *zysku na 1 akcję* spowodowany zmniejszeniem ilości akcji, przy niezmiennym cenie rynkowej, powoduje spadek wskaźnika *cena do zysku na 1 akcję* poniżej poziomu uznanego przez rynek za właściwy dla danej spółki. Można więc oczekiwać wzrostu kursu rynkowego akcji tak, aby wskaźnik *cena do zysku na 1 akcję* osiągnął poziom zbliżony do wyjściowego. A więc teoretycznie cena rynkowa powinna wzrosnąć do poziomu, w którym wartości wskaźników przed i po operacji wykupu i umorzenia akcji byłyby zbliżone. W tym rozumowaniu leży założenie, że firma posiada wolne (nieproduktywne) aktywa (np. zapasy gotówki) i wyzbycie się ich poprawia efektywność wykorzystania aktywów ogółem. Jeśli jednak za zmniejszeniem ilości akcji nie pójdą zmiany zwiększające efektywność wykorzystania aktywów, efekt cenowy będzie tylko krótkookresowy. Przy utrzymaniu założonego przez zarząd firmy poziomu przyszłych dochodów i zysków powoduje to zwiększenie *zysku na 1 akcję* i zmniejszenie *ceny do zysku na 1 akcję* w dłuższym okresie, co dodatkowo stymuluje wzrost ceny rynkowej.

Wykup finansowany długiem prowadzi do wzrostu ryzyka finansowego – trzeba się zastanowić, czy w takiej sytuacji cena rynkowa akcji wzrośnie na tyle, by wskaźniki rynkowe osiągnęły ten sam poziom, co przed operacją wykupu.

Umorzenie części akcji powinno więc spowodować wzrost kursu rynkowego akcji, ponieważ przyszłe zyski na 1 akcję będą wyższe, a koszt kapitału niższy niż przed operacją. Zmniejszenie ilości akcji przy stałym poziomie popytu na te akcje powinno stymulować wzrost ceny rynkowej.<sup>25</sup>

Wskaźniki wykorzystywane w tradycyjnej analizie finansowej mają wiele wad, powodujących, że obraz spółki, który pojawia się w trakcie analizy, może być mylący. Coraz częściej ekonomiści sięgają do nowych metod mierzenia wartości przedsiębiorstwa i wartości dla akcjonariuszy (ang. *Shareholder Value Added*, *Market Value Added*, *Economic Value Added*), jednak podstawową zaletą mierników tradycyjnych jest to, że są powszechnie znane, zrozumiałe dla inwestorów, łatwe do obliczenia i interpretacji, a więc powszechnie stosowane i analizowane. Wobec tego przedsiębiorstwa planujące przeprowadzenie zmian interesują się, jaki będzie ich wpływ na poziom wskaźników, a często takim właśnie „poprawianiem” wskaźników motywują swe działania, których faktyczne podłoże może być zdecydowanie inne.

**Zmiana struktury własnościowej kapitału akcyjnego.** A. Duliniec<sup>26</sup> zwraca uwagę na inne jeszcze cele, które mogą być osiągnięte przez przeprowadzenie operacji wykupu własnych akcji. Pierwszy to zmiana struktury własnościowej kapitału akcyjnego. Wykorzystując operację wykupu, akcjonariusze wyzbywają się wszystkich bądź części posiadanych akcji, co prowadzi do zmniejszenia liczby akcjonariuszy oraz do procentowego zwiększenia udziałów tych spośród nich, którzy nie zdecydowali się na sprzedaż akcji. Pakiet akcji, który posiadają, reprezentuje większy udział w kapitale akcyjnym, co daje większy wpływ na decyzje podejmowane w spółce, większy udział w przyszłych zyskach i – jeśli wzrasta cena rynkowa – wzrost wartości posiadanego pakietu papierów wartościowych. Odkupienie części akcji, a więc wycofanie ich z obrotu rynkowego zmniejsza ilość akcji dostępnych na rynku, co zgodnie z teorią podaży i popytu może doprowadzić do wzrostu ich ceny. Jeśli wykup akcji przeprowadzony został z czystego zysku (bez obniżenia kapitału akcyjnego), akcjonariusze pozostali w spółce stali się właścicielami większej części jej majątku. To również sprzyja zwiększeniu możliwości sprawowania kontroli nad zarządem przedsiębiorstwa i lepszemu motywowaniu zarządu do działań w interesie akcjonariuszy.

Umorzenie nie jest jedynym celem wykupywania akcji własnych przez spółkę. Wykupione z rynku akcje mogą zostać zaoferowane pracownikom i członkom zarządu w ramach realizacji programów motywacyjnych, opcji menedżerskich, programów reinwestycji dywidend lub mogą zasilić wewnętrzne fundusze inwestycyjne, np. programy emerytalne. Przekazanie wykupionych akcji pracownikom nie powoduje zmian w strukturze kapitałowej i nie wpływa bezpośrednio na wskaźniki, jednak w dłuższej perspektywie może prowadzić do zwiększenia wpływu pracowników na decyzje podejmowane w spółce oraz do zwiększenia ich zaangażowania w sprawy spółki, osiągnięte wyniki i zmiany ceny rynkowej



akcji. Może też prowadzić do spadku kosztów przedstawicielstwa. Z tego właśnie powodu wiele ogłoszeń o wykupie akcji własnych pojawia się przed terminem wypełnienia programów motywacyjnych i opcji menedżerskich.

**Obrona przed wrogim przejęciem.** Rekapitalizacja wykorzystywana jest jako metoda obrony przed wrogim przejęciem przez inną firmę.<sup>27</sup> Niedowartościowanie akcji na rynku, wysoka płynność i niski wskaźnik zadłużenia to cechy charakteryzujące przedsiębiorstwo, które może stać się celem wrogiego przejęcia. Agresor liczy na przejęcie firmy po niskiej cenie i wykorzystanie zgromadzonych wolnych zasobów gotówki lub niewykorzystanego potencjału tkwiącego w niskim poziomie zadłużenia. Wykup własnych akcji pozwala firmie broniącej się przed wrogim przejęciem na dokonanie w krótkim czasie takich zmian w bilansie, które uczynią ją mało atrakcyjnym celem przejęcia. Bardzo ważny jest fakt, że ukryta wartość tkwiąca w spółce zostanie przekazana właśnie akcjonariuszom, a nie podmiotom zewnętrznym.

Reakcją na informację o wykupie jest wzrost ceny rynkowej – wyższa cena oznacza wyższe koszty przejęcia dla agresora. Zmniejszenie zasobów wolnej gotówki poprzez jej wypłatę akcjonariuszom likwiduje możliwość jej wykorzystania przez agresora. Zwiększenie zadłużenia, lepsze wykorzystanie dźwigni finansowej przekłada się na wzrost wartości rynkowej, ale agresor nie może wykorzystać możliwości dalszego zwiększania zadłużenia bez znacznego wzrostu ryzyka utraty płynności. Zmiany w strukturze aktywów, pasywów i akcjonariatu powodują, że firma przestaje być atrakcyjnym podmiotem wrogiego przejęcia, gdyż utraciła te walory, które z punktu widzenia agresora były istotne. Przedsiębiorstwo, które w wyniku wykupu własnych akcji wyzbyło się wolnej gotówki i zwiększyło zadłużenie, nie jest atrakcyjnym podmiotem wrogiego przejęcia.

**Alternatywa dla projektów inwestycyjnych nie zwiększających wartości dla akcjonariusza.** Z punktu widzenia akcjonariusza przedsiębiorstwo powinno zrezygnować z realizacji projektów inwestycyjnych podnoszących wartość dla akcjonariusza wówczas, gdy stopa zwrotu z tej inwestycji jest niższa niż stopa zwrotu realizowana przez akcjonariusza w operacji wykupu akcji własnych przez spółkę.

W dużych, nowoczesnych przedsiębiorstwach, w których funkcje własności kapitału i zarządzania kapitałem zostały rozdzielone, może się okazać, że istnieje konflikt interesów akcjonariuszy i zarządu. Zarząd może podejmować decyzje realizacji projektów inwestycyjnych – mając pełną świadomość, że nie podnoszą one wartości dla akcjonariuszy – tylko dlatego, że realizuje w ten sposób swoje ambicje zarządzania większym, bardziej wpływowym i inwestującym przedsiębiorstwem. Z tego powodu ogłoszenie o wykupie akcji za gotówkę jest bardzo dobrym znakiem dla rynku i akcjonariuszy. Po dokonaniu tej operacji zarząd będzie miał znacznie mniejsze możliwości realizacji niekorzystnych inwestycji. Badania dowodzą, że reakcja rynku na ogłoszenia o wykupie akcji własnych przez

spółki, których możliwości efektywnych inwestycji zdecydowanie się zmniejszyły, jest pozytywnie odbierana przez rynek kapitałowy.

Koszty dla przedsiębiorstwa wynikające ze ścierania się interesów tych dwóch różnych grup zostały w literaturze nazwane kosztami agencyjnymi.

Jednakże przed podjęciem decyzji o wykupie zarząd musi rozważyć, czy brane pod uwagę projekty inwestycyjne, oprócz odpowiednio wysokiego zwiększenia wartości firmy, nie realizują innych, trudnych do finansowego oszacowania celów. A więc, po pierwsze, pewne inwestycje mogą być wymagane przez przepisy prawa, np. z zakresu ochrony środowiska, i przedsiębiorstwo powinno je realizować, nawet jeśli stopa zwrotu jest niższa od możliwej do osiągnięcia przy wykupie akcji. Po drugie, należy rozważyć koszty zaniechania realizacji projektów, a więc odpowiedzieć na pytanie, czy odrzucenie danego projektu nie wpłynie negatywnie na jakość lub komplementarność oferty firmy oraz jej funkcjonowanie w przyszłości. Po trzecie, czy wypłata gotówki akcjonariuszom nie zmniejszy możliwości sfinansowania inwestycji o korzystnym NPV (ang. *Net Present Value*), które mogą pojawić się w przyszłości.

Obniżenie kapitału akcyjnego może nastąpić w wyniku zaistnienia niekorzystnych zjawisk w spółce, np. braku możliwości dokonania korzystnej lokaty kapitału.<sup>28</sup> Brak projektów inwestycyjnych o odpowiednio dodatnim NPV jest niewątpliwie poważnym sygnałem dla inwestorów. Tym samym akcjonariusze nie mogą zrealizować oczekiwanej stopy zwrotu. Dobry zarząd powinien zdecydować się na przekazanie takiej informacji i podjęcie działań zgodnych z interesem akcjonariuszy, a nie świadome inwestowanie w przedsięwzięcia nie zwiększające wartości spółki tylko dlatego, by zatrzymać zysk czy kapitał w spółce. Słuszne wydaje się stwierdzenie, że w takiej sytuacji to akcjonariusze indywidualnie podejmą najbardziej efektywne decyzje dotyczące przeznaczenia tych środków.

**Transfer kapitału do bardziej rozwojowych i dochodowych branż i przedsiębiorstw.** Najczęściej operacje wykupu akcji własnych przeprowadzane są przez firmy mające duże bieżące wpływy gotówki, ale ograniczone możliwości jej inwestowania w projekty zwiększające wartość dla akcjonariuszy. Dotyczy to głównie przedsiębiorstw z dochodowych gałęzi gospodarki, o stabilnej pozycji rynkowej. Nadmiar gotówki nie może być efektywnie wykorzystany, jest więc wypłacany akcjonariuszom. Oni zaś podejmują samodzielne decyzje o przeznaczeniu tych środków, co sprzyja alokacji kapitału do rozwojowych przedsiębiorstw, poszukujących kapitału na dochodowe inwestycje.

Wykup akcji własnych za gotówkę powoduje obniżenie wartości aktywów, a więc zmniejszenie rozmiarów przedsiębiorstwa. Przedsiębiorstwom działającym w branżach schyłkowych pozwala zmniejszyć rozmiary działalności, a przy okazji wypłacić wartość akcjonariuszom, co w ramach gospodarki umożliwia dobrowolną i efektywną alokację kapitału do branż bardziej rozwojowych. Z tego punktu

widzenia ułatwiona jest realizacja jednej z głównych funkcji rynku kapitałowego, tj. funkcji alokacji kapitału.

### Podsumowanie

Operacje wykupu własnych akcji prowadzi wiele spółek. Do lat 80. na rynku amerykańskim odkupywano akcje o wartości kilku milionów dolarów rocznie. W 1985 r. Phillips Petroleum ogłosiło plan odkupu akcji o wartości 4,1 mld dolarów. Transakcje tego typu przeprowadzane były przez inne wielkie firmy, takie jak: Texaco, IBM, Coca Cola, Goodyear i Xerox.<sup>29</sup> Spółki wchodzące w skład indeksu S&P 500 od roku 1997 wypłacają swoim akcjonariuszom więcej gotówki przez wykup akcji niż przez wypłatę dywidend. I tak w roku 1997 wykupiono akcje za 120 mld USD, a wypłacono w gotówce z tytułu dywidend 105 mld USD. W roku 1998 różnica ta była jeszcze większa: wykupy akcji za 145 mld USD, a wypłaty dywidend gotówkowych za 118 mld USD.<sup>30</sup> Przepisy prawne umożliwiające wykup akcji własnych są coraz częściej wykorzystywane przez spółki w krajach, w których tego typu transakcje są dozwolone (Kanada, Wielka Brytania, Polska), a nawet wprowadzane w tych krajach, w których wcześniej były zabronione (Niemcy, Tajwan, Japonia).

Podsumowując chciałabym raz jeszcze wskazać na korzyści dla akcjonariuszy płynące z dokonania operacji odkupu własnych akcji, a także wskazać na ich wady.

Ogłoszenie o planowanym wykupie akcji własnych znajduje zazwyczaj pozytywne odzwierciedlenie na rynku, gdyż odczytywane jest przez inwestorów jako wyraz przekonania zarządu o niedowartościowaniu akcji spółki przez rynek. Poza tym zmniejszenie ilości akcji dostępnych na rynku zwiększa ich atrakcyjność, a więc i cenę. Akcjonariusze indywidualnie podejmują decyzję o sprzedaży akcji – mogą więc uzyskać dochód pieniężny, jeśli jest on im potrzebny, lub zatrzymać posiadane akcje. Tym samym podejmują decyzję o powstaniu i wysokości własnych zobowiązań podatkowych. Jeśli zwiększenie wpływów spółki ma charakter raczej krótkotrwały, bezpieczniejszym wyjściem jest wypłata nadwyżki gotówkowej przez wykup akcji niż zwiększenie wartości wypłacanej dywidendy do poziomu, którego nie będzie można utrzymać w przyszłości. Wykup akcji własnych pozwala na utrzymanie optymalnej struktury kapitałów własnych i obcych, ale również na jej zmianę w krótkim terminie. Często przeprowadzenie operacji wykupu prowadzi do zmian w strukturze akcjonariatu, ponieważ najczęściej korzystają z niej akcjonariusze, którzy planują rezygnację z inwestycji w akcje danej spółki. Pozostają więc ci, którzy wierzą w atrakcyjność dokonanej inwestycji i są zainteresowani wzrostem jej wartości w przyszłości. Ich udział w kapitale akcyjnym zwiększa się, mają więc większe możliwości wpływania na decyzje podejmowane przez zarząd i kontrolę jego poczynąń. Wykup akcji wiąże się z wpływem gotówki ze spółki do akcjonariuszy, umożliwiając jej transfer ze

spółki posiadającej nadmiar kapitału lub niewielkie możliwości zainwestowania go w projekty podnoszące wartość dla akcjonariuszy do spółek szukających kapitału na nowe inwestycje, dające wyższą, atrakcyjną dla inwestorów stopę zwrotu. Zmiana struktury kapitałów, związana z operacjami wykupu akcji własnych, pozwala wykorzystać działanie dźwigni finansowej i czerpać korzyści wynikające z finansowania działalności w większym stopniu kapitałem obcym, który jest tańszy od kapitału własnego. Zwiększenie zadłużenia powiększa także osłonę podatkową, której mechanizm pozwala na pomniejszenie zysku przed opodatkowaniem o wartość kosztów finansowych związanych z obsługą kapitału obcego obciążonego oprocentowaniem. Wyplata gotówki w operacji wykupu akcji własnych jest bardzo dobrym sposobem przekazania wartości akcjonariuszom wówczas, gdy nie istnieją projekty inwestycyjne o odpowiednio wysokim NPV. Wyzbycie się gotówki i wzrost stopnia zadłużenia może być skuteczną metodą obrony przed wrogim przejęciem. Przekazanie gotówki akcjonariuszom jest również przekazaniem im decyzji o zainwestowaniu otrzymanej wartości. Uaktywniają się wówczas mechanizmy efektywnej – bo dokonywanej przez rynek – alokacji kapitału. Poprawa wskaźników rentowności i wskaźników rynkowych stymuluje krótkookresowy wzrost cen rynkowych, a więc wzrost bogactwa akcjonariuszy.

W spółce z ustaloną polityką wypłaty dywidend można uznać, że otrzymanie dywidendy w wysokości określonej przez przyjętą politykę wypłat jest wysoce pewne. Natomiast wykup akcji jest operacją raczej jednorazową (nawet jeśli realizowany jest pewien program wykupu akcji, ma on charakter jednorazowy, a nie permanentny) i nie może być dla akcjonariuszy oczekujących stałych dochodów pieniężnych traktowany jako pewne źródło. Nie zawsze też cena oferowana przez spółkę jest atrakcyjna dla akcjonariuszy zamierzających sprzedać akcje. Co więcej, mogą oni nie mieć wystarczających informacji bądź świadomości faktycznych perspektyw spółki i zdecydować się na sprzedaż akcji w przekonaniu o ich nieatrakcyjności jako lokaty kapitału. W przypadku zaoferowania przez spółkę ceny zbyt wysokiej akcjonariusze, którzy pozostali w spółce, mogą nie odnieść spodziewanych korzyści związanych z operacją wykupu akcji, a nawet mogą być narażeni na straty. Zmiana struktury kapitałowej wiążąca się z wykupem i umorzeniem akcji niesie ryzyko zwiększenia udziału kapitału obcego ponad korzystny, a nawet bezpieczny poziom. Zwiększenie dźwigni finansowej przynosi efekty pozytywne, ale przekroczenie progu bezpieczeństwa wiąże się z wieloma wymiernymi i niewymiernymi stratami. Należą do nich: wzrost kosztów finansowych związanych z obsługą zadłużenia obciążonego oprocentowaniem, trudności w pozyskaniu nowego kapitału obcego i wzrost jego ceny, wzrost ryzyka inwestycji w akcje spółki, narastanie konfliktu interesów między akcjonariuszami a obligatariuszami, trudności w obsłudze kontrahentów.

Czy wykup akcji własnych zwiększa wartość dla akcjonariusza? Wzrost wartości rynkowej spółki i korzyści jej akcjonariuszy jest bezpośrednim lub pośrednim celem wszystkich operacji wykupu akcji własnych przez spółki.<sup>31</sup> Jednakże cel ten nie zawsze daje się w łatwy sposób osiągnąć. Trzeba poddać analizie korzyści i zagrożenia wynikające z tej operacji, nie zapominając o jednym z najważniejszych parametrów, o którym wspominał Alfred Rappaport: „W ostatecznym rachunku wykup akcji, podobnie jak każda inna transakcja rynkowa, jest dobrym pomysłem, pod warunkiem, że cena jest odpowiednia”.<sup>32</sup>

---

### Przypisy

- <sup>1</sup> T. Jenkinson, C. Mayer, *Wrogie przejęcia na rynku kapitałowym. Obrona, atak i rynek kontroli nad przedsiębiorstwami*, Liber, Warszawa 1998, s. 3-12.
- <sup>2</sup> A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press Warszawa 1999, s. 12-13.
- <sup>3</sup> *Ibidem*, s. 37.
- <sup>4</sup> Zakres możliwych przypadków nabycia własnych akcji przez spółki w Polsce określa kodeks spółek handlowych (art. 362).
- <sup>5</sup> Polski kodeks spółek handlowych wymaga obniżenia kapitału zakładowego jednocześnie z umorzeniem akcji (art. 360). Wykup może mieć charakter przymusowy (art. 416-418) lub dobrowolny (art. 362). W niniejszym opracowaniu terminu „wykup akcji własnych” używam jedynie w rozumieniu wykupu dobrowolnego.
- <sup>6</sup> A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1998, s. 155.
- <sup>7</sup> Ich odpowiednikiem w Polsce są świadectwa użytkowe (ksh art. 361).
- <sup>8</sup> A. Duliniec, *Operacje wykupu przez spółkę własnych akcji*, w: *Zarządzanie finansami. Cele – organizacja – zarządzanie*, t. II, red. D. Zarzecki, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2001, s. 373-384.
- <sup>9</sup> G. Grullon, D.L. Ikenberry, *What do we know about stock repurchases*, „*Journal of Applied Corporate Finance*” Spring 2000, s. 32.
- <sup>10</sup> *Ibidem*, s. 33.
- <sup>11</sup> *Ibidem*, s. 34.
- <sup>12</sup> R.A. Brealey, S.C. Myers, *Principles of Corporate Finance*, fourth edition, McGraw-Hill, Inc. 1991, s. 373.
- <sup>13</sup> G. Grullon, D.L. Ikenberry, *op. cit.* s. 34.
- <sup>14</sup> Jest to operacja możliwa do wykonania, ale nie spotkałam się z jej opisem w literaturze.
- <sup>15</sup> A. Duliniec, *Struktura i koszt...* s.154.
- <sup>16</sup> A. Rappaport, *op. cit.*, s. 107.
- <sup>17</sup> R.A. Haugen, *Nowa nauka o finansach. Przeciw efektywności rynku*, WIG-Press, Warszawa 1999, s.125.
- <sup>18</sup> G. Grullon, D.L. Ikenberry, *op. cit.*, s. 37.
- <sup>19</sup> *Ibidem*, s. 32.

<sup>20</sup> Ibidem, s. 36.

<sup>21</sup> J. Ostaszewski, Źródła pozyskiwania kapitału przez spółkę akcyjną, Difin, Warszawa 2000, s. 186.

<sup>22</sup> E.F. Brigham, Podstawy zarządzania finansami, PWE, Warszawa 1996, s. 221.

<sup>23</sup> E.W. Davis, J. Pointon, Finanse i firma, PWE, Warszawa 1997, s. 226.

<sup>24</sup> G. Grullon, D.L. Ikenberry, op. cit., s. 41.

<sup>25</sup> R. Machała, Praktyczne zarządzanie finansami firmy, PWN, Warszawa 2001, s. 314.

<sup>26</sup> A. Duliniec, Struktura i koszt ..., s. 157.

<sup>27</sup> Ibidem, s.157 oraz id., Operacje wykupu..., s. 373-384.

<sup>28</sup> J. Ostaszewski, op. cit., s. 113-114.

<sup>29</sup> E.F. Brigham, op. cit., s. 245.

<sup>30</sup> J.F. Weston, J.A. Siu, B.A. Johnson, Takeovers, Restructuring & Corporate Governance, third edition, Prentice Hall, New Jersey 2001, s. 536.

<sup>31</sup> A. Duliniec, Operacje wykupu ..., s. 373-384.

<sup>32</sup> A. Rappaport, Wartość dla akcjonariuszy ..., s. 111.

## **Buy-back as a Method of Increasing the Shareholder Value**

### **(Summary)**

One of the main purpose of management is to maximize the shareholder value which is meant as the sum of the market value of the shares, dividends and the other amounts paid to the shareholders. There are many different ways to distribute the extra cash to the shareholders. One of them is buy-back.

The article presents the legal regulations for buy-backs, methods of buying back shares, purposes accomplished by buy-back and the influence of the operations on the market value of the shares.

Buy-back can be used to achieve many different objectives: to inform the market that the stock price is too low in the opinion of managers, to change the capital structure and increase the financial leverage, to distribute the surplus cash to the shareholders (instead of or together with dividends), to improve both: the profitability and market indexes, to change the shareholders structure, to defense of the hostile offers, etc.

Buy-back operations are getting more and more common on the capital market. In 1997 S&P500 companies paid more cash to the shareholders repurchasing stocks than dividends. There are many advantages and disadvantages of buying back stocks by an enterprise. But if the buy-back price is correct, the operation could be profitable for both: the shareholders and the company.