

Aleksandra Pieloch

Uniwersytet Łódzki

ANALIZA WYKUPU AKCJI WŁASNYCH W PUBLICZNYCH SPÓLKACH AKCYJNYCH NOTOWANYCH NA GPW W WARSZAWIE

1. Wstęp

Zasadniczym celem artykułu jest przedstawienie wyników badań empirycznych nad kształtowaniem skali odkupienia akcji własnych w polskich spółkach publicznych notowanych na GPW w Warszawie w latach 1997-2007.

Problem odkupienia akcji własnych jest zagadnieniem niezwykle ważnym dla realizacji wielu strategii finansowych przedsiębiorstwa i jednocześnie wielowymiarowym w swych zamierzeniach i skutkach. Od rozmiarów i struktury odkupienia akcji własnych zależy nie tylko koszt kapitału własnego spółki, lecz także jego wartość rynkowa oraz korzyści dywidendowe akcjonariuszy.

Przyjęto hipotezę badawczą stwierdzającą, że odkupienia akcji własnych stają się coraz częściej realizowaną polityką finansową przez publiczne spółki akcyjne notowane na GPW w Warszawie. W opracowaniu przyjmuje się, iż odkupienia akcji własnych celem umorzenia stanowią jedyną formę realizacji nabycia akcji własnych przez publiczne spółki akcyjne.

Weryfikacja powyższej hipotezy badawczej została oparta na analizie danych liczbowych dotyczących 300 spółek akcyjnych notowanych na GPW w Warszawie w latach 1997-2007, które należą do makrosektorów przemysłu oraz handlu i usług. Badania objęły zatem 17 sektorów gospodarczych. Zasadniczą metodą służącą do osiągnięcia celu opracowania jest analiza porównawcza w czasie z wykorzystaniem prostych wskaźników liczby spółek odkupujących akcje własne oraz wydatków spółek na nabycie akcji własnych. Przyjęty okres badawczy, obejmujący lata 1997-2007, wynika z tego, że pierwsze umorzenie akcji własnych na GPW w Warszawie nastąpiło w 1997 r.

2. Pojęcie i rodzaje odkupienia akcji własnych

Odkupienia akcji własnych celem ich umorzenia należy uznać za specyficzną formę realizacji korzyści finansowych przedsiębiorstwa na rzecz akcjonariuszy. Owa specyfika odnosi się do jednorazowej wypłaty korzyści finansowej z jednoczesnym możliwym pozbawieniem określonej grupy dotychczasowych akcjonariuszy praw majątkowych i korporacyjnych. Sytuacja taka zdarza się wtedy, gdy odkupienie akcji własnych celem ich umorzenia dotyczy wszystkich akcji posiadanych przez określoną grupę akcjonariuszy.

Należy podkreślić, iż w polskiej literaturze przedmiotu terminów „wykup akcji własnych”, „nabycie akcji własnych” oraz „odkupienie akcji własnych” używa się zamiennie, jako synonimów odnoszących się do zdarzenia polegającego na zakupie akcji wyemitowanych przez spółkę od jej obecnych akcjonariuszy, za które spółka płaci własnymi lub pożyczonymi środkami pieniężnymi [Weston, Copeland 1992, s. 682].

Umorzenie akcji własnych jest terminem wieloznacznym. Umorzenia będącego następstwem wykupu nie należy utożsamiać z umorzeniem akcji jako papieru wartościowego, które polega na unieważnieniu dokumentu akcyjnego w wyniku jego uszkodzenia, zniszczenia, błędnego zapisu, zgubienia czy utraty aktualności danych. Umorzenie tego typu dokonywane jest w celu wydania akcjonariuszowi nowego dokumentu, a czynność ta nie wpływa na istnienie praw członkowskich ani na zmianę osoby uprawnionej [Duraj 2005, s. 276]. Z kolei umorzenie będące konsekwencją wykupu akcji własnych ma zupełnie inne znaczenie. Jak dowodzi A. Kawałko, takie umorzenie prowadzi do zakończenia bytu prawnego udziału, co wiąże się z definitywnym unicestwieniem praw i obowiązków zarówno majątkowych, jak i korporacyjnych [Kawałko 2006, s. 52]. Podobnie umorzenie akcji wykupionych przez spółkę definiuje A. Opalski, który rozumie je jako czynność korporacyjną polegającą na unicestwieniu przez przedsiębiorstwo części własnych praw udziałowych, które w wyniku umorzenia przestają istnieć [Opalski 2002, s. 287].

Wykupienie akcji własnych i ich umorzenie są problemem strategicznym dla przedsiębiorstwa. Wpływają bowiem na wartość i strukturę kapitału własnego oraz koszt kapitału własnego i stopę zadłużenia przedsiębiorstwa. Nie są to jedyne efekty odkupywania akcji własnych celem ich umorzenia. Za ważne skutki realizacji tej strategii uznać należy również wzrost ceny rynkowej akcji czy też obronę przed wrogiem przejęciem [Malinowska 2004, s. 126; Zwerdling 1968, s. 29].

Odkupienie akcji własnych w celu umorzenia jest sposobem transferu gotówki do właścicieli publicznych spółek akcyjnych coraz częściej wykorzystywanym na świecie [Wood 2001, s. 1]. Na rynku kapitałowym w USA w 1997 r. wysokość środków finansowych dystrybuowanych do właścicieli w formie wykupu akcji własnych po raz pierwszy w historii przewyższyła wysokość wypłacanych dywidend. Co więcej, przedsiębiorstwa amerykańskie stopniowo zastępują wypłatę dywidendy wykupem akcji własnych; natomiast te spółki, które jeszcze nigdy jej

nie wypłacały, preferują transfer wolnych środków pieniężnych do akcjonariuszy w formie wykupu akcji własnych nad prowadzeniem polityki stałych lub wzrastających w stabilnym tempie dywidend [Grullon, Michaely 2002, s. 1649]. Tego rodzaju sytuacja powoduje potrzebę poznania rozmiaru i charakteru odkupienia akcji własnych celem umorzenia w spółkach akcyjnych notowanych na GPW w Warszawie.

Artykuł 361 Kodeksu spółek handlowych (k.s.h.) stanowi, iż spółka nie może nabywać wyemitowanych przez siebie akcji własnych. Określa on również jednak wiele warunków, które należy spełnić, aby spółka akcyjna, nie łamiąc zakazu nabywania akcji własnych, mogła kupić je na zasadzie wyjątku. Zakaz ten nie dotyczy bowiem odkupienia akcji własnych:

- 1) w celu zapobieżenia bezpośrednio zagrażającej spółce poważnej szkodzie,
- 2) które mają być zaoferowane pracownikom lub osobom zatrudnionym w spółce z nią powiązanej przez co najmniej 3 lata,
- 3) w drodze sukcesji uniwersalnej,
- 4) przez instytucję finansową, która nabywa za wynagrodzeniem w pełni pokryte akcje na cudzy rachunek celem ich dalszej odsprzedaży,
- 5) w celu ich umorzenia,
- 6) w pełni pokrytych, w drodze egzekucji, celem zaspokojenia roszczeń spółki, których nie można zaspokoić w inny sposób z majątku akcjonariusza,
- 7) przez instytucję finansową celem ich dalszej odsprzedaży w granicach upoważnienia udzielonego przez walne zgromadzenie na okres nie dłuższy niż rok,
- 8) nieodpłatnie, w pełni pokrytych,
- 9) w innych przypadkach przewidzianych w ustawie.

W tym miejscu można pokreślić i to, że akcje nabyte przez spółkę w celu odsprzedaży ich pracownikom muszą zostać zaoferowane im do nabycia najpóźniej z upływem roku od dnia ich odkupienia przez spółkę. Jeżeli natomiast akcje własne zostały wykupione z naruszeniem określonych przepisów k.s.h., spółka zobowiązana jest je zbyć w terminie roku lub dwóch lat od daty wykupu, w zależności od celu ich nabycia. Należy zaznaczyć, iż niedotrzymanie przez spółkę określonych w ustawie terminów skutkuje koniecznością niezwłocznego umorzenia wykupionych akcji własnych bez potrzeby zwoływania walnego zgromadzenia. Tym samym wykup akcji własnych w celu innym niż ich umorzenie może również skutkować koniecznością przeprowadzenia procedury umorzeniowej. Spółka akcyjna, która nabyła akcje własne np. celem realizacji programu motywacyjnego, ma prawo po pewnym czasie się z niego wycofać i umorzyć akcje. Jednakże w takim wypadku należy liczyć się z próbą zakwestionowania transakcji przez organy podatkowe, które mogą twierdzić, iż celem nabycia było od samego początku umorzenie akcji. Zaznaczyć bowiem należy, iż wykup akcji własnych w celu umorzenia a wykup akcji własnych w celach innych niż umorzenie to z podatkowego punktu widzenia dwa odmienne zdarzenia. W przypadku nabycia akcji własnych celem umorzenia, to na płatniku (spółce) spoczywa obowiązek naliczania i pobierania zryczałtowa-

nego podatku dochodowego oraz jego odprowadzenia do 20. dnia następnego miesiąca do urzędu skarbowego właściwego według siedziby płatnika. Jeżeli natomiast spółka wykupuje akcje własne w celu innym niż umorzenie, transakcja ta rozliczana jest samodzielnie przez akcjonariuszy sprzedających akcje i wykazywana jest w ich deklaracji podatkowej. Zatem jeżeli akcje nie zostały zbyte na rzecz spółki w celu ich umorzenia, spółka nie jest płatnikiem podatku dochodowego w odniesieniu do sprzedawców akcji.

W świetle postanowień Kodeksu spółek handlowych można wyróżnić trzy podstawowe rodzaje umorzenia akcji. Różnią się one m.in.: kwestią zgody wspólnika na umorzenie, trybem umarzania, odpłatnością czy skutkami umorzenia. Do tych rodzajów umorzenia zaliczamy:

1) umorzenie dobrowolne, które jest dokonywane za zgodą wspólnika, mogące przyjąć formę nieodpłatną, które dokonywane jest co najwyżej raz do roku;

2) umorzenie przymusowe, które może być realizowane bez zgody właścicieli; umorzenie przymusowe cechuje się m.in. tym, iż jego przesłanki i tryb określa statut; występuje ono zawsze za wynagrodzeniem, które nie może być niższe od wartości przypadających na akcję aktywów netto wykazanych w sprawozdaniu finansowym za ostatni rok obrotowy, które należy pomniejszyć o kwotę przeznaczoną do podziału między akcjonariuszy;

3) umorzenie automatyczne (warunkowe), które można uznać za odmianę umorzenia przymusowego; jest ono dokonywane w razie ziszczenia się określonego w statucie zdarzenia bez podejmowania uchwały walnego zgromadzenia.

Należy wskazać, że umorzenie akcji następuje w spółce akcyjnej zawsze przez obniżenie kapitału zakładowego, niezależnie od rodzaju umorzenia oraz sposobu finansowania wykupu. Umorzenie akcji następuje w dacie postanowienia sądu rejestrowego o obniżeniu kapitału zakładowego [Okorowska b.d., s. 1] i dokonywane jest po cenie nominalnej, która jest zwykle niższa od ceny, po której przedsiębiorstwo nabyło od właścicieli akcje własne.

3. Analiza rozmiarów wykupu akcji własnych dokonywanego przez publiczne spółki akcyjne w latach 1997-2007

Dane zawarte w tab. 1 wskazują na występowanie raczej umiarkowanej i zarazem stabilnej co do rozmiarów polityki odkupienia akcji własnych w spółkach akcyjnych notowanych na GPW w Warszawie w okresie od 1997 do 2007 r.

Największa absolutna i zarazem względna liczba nabyć akcji własnych w celu umorzenia wystąpiła w 2003 r. W 20 bowiem spółkach dokonano odkupienia akcji własnych, co stanowiło 8,06% badanych spółek. Od 2004 r. notowany jest jednak wyraźny spadek liczby spółek, w których dokonano odkupienia akcji własnych celem umorzenia. Abstrahując od przyczyn zanotowanego wzrostu liczby spółek realizujących odkupienia akcji własnych w latach 1997-2003, należy wskazać, że

Tabela 1. Liczba, udział spółtek odkupujących akcje własne w spółkach ogółem oraz wartość nabycia akcji własnych w latach 1997-2007

Wyszczególnienie	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Liczba spółtek badanych	184	192	203	212	227	241	248	250	254	274	284
Liczba spółtek odkupujących akcje własne celem umorzenia	4	11	10	8	10	14	20	16	10	8	8
Udział spółtek odkupujących akcje własne celem umorzenia w spółkach ogółem (%)	2,17	5,73	4,93	6,67	4,41	5,81	8,06	6,40	3,94	2,92	2,82
Liczba spółtek umarzających akcje własne za wynagrodzeniem	4	11	10	6	4	6	12	16	14	9	10
Liczba spółtek umarzających akcje własne bez wynagrodzenia (wykupu)	0	0	0	0	1	1	2	2	4	0	2
Liczba spółtek odkupujących akcje własne w celach innych niż umorzenie	0	0	0	0	2	2	7	4	1	2	0
Wartość odkupienia akcji własnych celem umorzenia w tys. zł	11 581	25 274	19 096	35 848	41 754	103 945	183 847	429 033	448 340	505 114	1 061 212
Wartość odkupienia akcji własnych przypadająca na jedną spółkę w tys. zł	2 895	2 298	1 910	4 481	4 175	7 425	9 192	26 815	44 834	63 139	132 652
Wartość odkupienia akcji własnych w celach innych niż umorzenie w tys. zł	0	0	0	0	25 294	2 125	6 181	8 821	50	1 949	0

Źródło: opracowanie własne na podstawie Notoria Serwis. Wyniki finansowe spółtek giełdowych. Wersja 2006 oraz sprawozdań finansowych wybranych spółtek.

w okresie tym mamy do czynienia również z mniejszą liczbą spółek umarzających akcje własne w stosunku do liczby spółek odkupujących akcje własne. W latach 2005-2007 z kolei zaobserwować można występowanie liczniejszych umorzeń akcji własnych od liczby spółek odkupujących akcje własne. Fakt ten dowodzi występowania m.in. różnych celów i warunków odkupywania akcji własnych w badanych spółkach¹.

Należy również zaznaczyć, iż wykup akcji własnych w celu umorzenia i ich faktyczne unicestwienie zwykle nie następują w tym samym czasie. Spółka skupuje akcje własne po cenie nabycia, a następnie rozpoczyna procedurę umorzeniową. W niektórych przypadkach określonych w Kodeksie spółek handlowych w art. 363 umorzenie może nastąpić nawet po 2 latach od czasu nabycia akcji. Umorzenie akcji własnych następuje nie z chwilą ich wykupu, lecz dopiero z chwilą rejestracji obniżenia kapitału zakładowego i odbywa się po cenach nominalnych akcji. Do czasu umorzenia wykupione przez spółkę akcje własne przedstawiane są w bilansie w pasywach przedsiębiorstwa jako „akcje własne wielkość ujemna”.

Warto także podkreślić, że spółki mogą dokonać kilku wykupów akcji własnych, a przeprowadzić tylko jedno wspólne ich umorzenie. Dlatego też liczba wykupów akcji własnych dokonywanych przez spółki jest zwykle większa niż liczba dokonywanych umorzeń (zob. tab. 1).

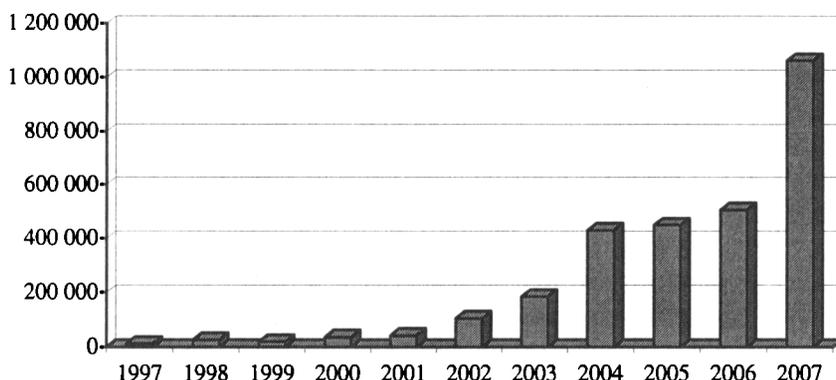
Zaprezentowane na rys. 1 dane, odnoszące się do wydatków spółek akcyjnych na wykup akcji własnych celem umorzenia, wskazują na wyraźny wzrost wartości wydatków spółek na nabycie tych akcji.

Wydatki na wykup akcji własnych celem umorzenia osiągnęły najniższą wartość w pierwszym roku realizacji tej formy zwrotu środków pieniężnych do akcjonariuszy. Wyniosły one wtedy 11 581 tys. zł i były odpowiednio mniejsze ponad 43 razy i aż ponad 91 razy od wartości odkupień z lat 2006 i 2007. W tych dwóch bowiem latach na wykup akcji własnych przeznaczono najwyższe kwoty, które stanowiły odpowiednio 505 114 tys. zł oraz 1 061 212 tys. zł.

Porównanie średnich wartości odkupień akcji własnych przez publiczne spółki akcyjne notowane na GPW w Warszawie wskazuje, iż mamy do czynienia ze wzrostem wydatków tego rodzaju realizowanych przez badane spółki (zob. tab. 1). Warto zaznaczyć, iż przeciętne wartości wydatków spółek na odkupienie akcji własnych celem umorzenia zmieniały się w badanym okresie. W 1997 r. wyniosły

¹ Sytuacja taka może być wynikiem wystąpienia tzw. efektu podatkowego. Do 2003 r. wysokość podatku od zysków kapitałowych różniła się znacznie od wysokości podatku od przychodów z dywidend. Podatek od zysków kapitałowych nie istniał bowiem przed 2004 r., a podatek od dywidendy w 2003 r. ustanowiony był na poziomie 15% przychodu. Dlatego też do 2003 r. akcjonariusze preferowali zapewne, z punktu widzenia podatkowego, transfer środków pieniężnych w formie wykupu akcji własnych, aniżeli wypłatę w formie dywidendy pieniężnej. Wysokość tych dwóch podatków zrównała jednak w 2004 r. (do stawki 19%), co mogło skutkować faktem, iż wykup akcji własnych, jako forma zwrotu gotówki do właścicieli, przestał być już dla akcjonariuszy korzystniejszą, w stosunku do dywidendy, formą transferu gotówki.

one 2895 tys. zł, a w 2007 r. wzrosły do 132 652 tys. zł. Można zatem stwierdzić, iż spółki, które wykupują akcje własne, przeznaczają na to nabycie coraz większe środki pieniężne.



Rys. 1. Wydatki spółek akcyjnych na wykup akcji własnych celem umorzenia w latach 1997-2007 (w tys. zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Notoria Serwis. Wyniki finansowe spółek giełdowych. Wersja 2006* oraz sprawozdań finansowych wybranych spółek.

Należy zaznaczyć, iż wymóg obniżenia kapitału zakładowego przy umarzeniu akcji własnych został wprowadzony dopiero przez znowelizowany Kodeks spółek handlowych w 2001 r. Wymóg ten jest niezależny od źródła finansowania nabycia akcji własnych. We wcześniejszych latach umorzenie akcji własnych nie wymagało przeprowadzenia procedury obniżenia wartości kapitału zakładowego, jeżeli dokonywane było z zysku netto spółki [Antonowicz b.d., s. 1].

Kodeks spółek handlowych umożliwia przeprowadzenie umorzenia akcji własnych bez konieczności ich wykupu. Postępowanie takie jest możliwe przez przeprowadzenie nieodpłatnego umorzenia dobrowolnego. Jednak, jak dowodzi A. Kidyba, możliwość wyrażenia przez współnika zgody na umorzenie bez wynagrodzenia może być cechą każdego rodzaju umorzenia, a więc nie tylko dobrowolnego, ale także przymusowego i automatycznego [Kidyba 2002, s. 768].

Przedstawiona w tab. 1 liczba spółek, które w badanym okresie umarzały akcje własne bez wykupu i tym samym bez wynagrodzenia dla akcjonariuszy, wskazuje, iż tego rodzaju działalność spółek dotyczy niewielkiej liczby przedsiębiorstw i odnosi się tylko do lat 2001-2005 oraz 2007. Najwięcej spółek umorzyło akcje własne bez wynagrodzenia w 2005 r. Były to jednak tylko 4 spółki, co stanowiło 1,57% badanej zbiorowości. Spółki dokonujące umorzenia nie poprzedzonego wykupem należały do sektora drzewnego i papierniczego, elektromaszynowego, budownictwa, przemysłu chemicznego oraz przemysłu metalowego. Można zatem

Tabela 2. Liczba spółek wykupujących akcje własne w celu umorzenia – ujęcie sektorowe

Sektor gospodarczy	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Razem sektory
Metale	1/15*	0/15	0/15	0/15	0/16	1/16	1/16	1/16	1/16	0/18	1/21	6/21
Spożywczy	0/17	0/17	0/17	0/18	0/21	2/22	1/23	4/24	1/24	2/28	3/32	13/32
Chemiczny	0/16	2/17	1/17	1/18	0/19	0/19	1/19	0/20	4/20	2/24	1/24	12/24
Lekki	0/13	1/13	3/13	3/13	2/14	1/14	0/14	0/14	1/14	0/14	0/14	11/14
Drzewny i papierniczy	0/8	0/8	1/8	0/8	0/8	0/8	0/8	1/8	0/8	1/9	0/9	3/9
Paliwowy	0/4	0/4	0/4	0/4	0/4	0/4	0/4	0/4	0/4	0/4	0/4	0/4
Elektromaszynowy	0/15	1/16	1/16	0/16	2/17	2/18	3/18	1/18	0/18	0/20	0/20	10/20
Materiałów budowlanych	0/10	2/11	1/12	1/12	2/12	2/12	2/12	1/12	0/12	0/16	1/16	12/16
Inny przemysł	0/3	0/3	0/3	0/3	0/3	0/4	0/4	0/4	0/4	0/4	0/4	0/4
Przemysł razem	1/101	6/104	7/105	5/107	6/114	8/117	8/118	8/120	6/120	5/137	6/144	66/144
Energetyka i usługi komunalne	0/7	0/8	0/8	0/8	0/8	0/8	0/8	0/8	0/8	0/12	0/12	0/12
Handel	1/11	1/11	0/13	0/13	0/15	2/19	3/20	3/21	1/21	0/21	0/21	11/21
Handel detaliczny	0/12	0/3	0/4	0/5	0/5	0/8	0/9	0/9	0/9	2/20	0/20	2/20
Informatyka	0/18	1/19	1/22	1/22	0/23	0/26	3/27	0/28	0/28	0/32	1/35	7/35
Budownictwo	1/26	1/27	1/28	2/28	3/28	3/28	4/28	3/28	0/28	0/16	0/16	18/28
Media	1/5	1/6	1/8	0/10	1/11	1/11	2/11	1/11	2/11	0/7	1/7	11/11
Telekomunikacja	0/5	1/5	0/5	0/6	0/7	0/7	0/8	1/8	0/9	1/10	1/10	4/10
Inne usługi	0/9	0/9	0/10	0/13	0/16	0/17	0/19	0/19	0/19	0/19	0/19	0/19
Handel i usługi razem	3/93	5/88	3/98	3/105	4/113	6/124	12/130	8/132	3/133	3/137	2/140	52/156
Liczba wykupów razem	4/184	11/192	10/203	8/212	10/227	14/241	20/248	16/252	9/253	8/274	8/284	118/300

* Sposób zapisu danych liczbowych wskazuje na relację liczby spółek odkupujących akcje własne do liczby spółek danego sektora.

Źródło: jak w tab. 1.

Tabela 3. Wydatki spółek akcyjnych na nabycie akcji własnych w celu umorzenia – ujęcie sektorowe (tys. zł)

Sektor gospodarczy	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Sektory razem
Metalowy	7 123	0	0	0	0	71 107	1 141	71 108	1 086	0	26 880	178 445
Spożywczy	0	0	0	0	0	1 061	1 140	185 819	210 250	296 026	318 609	1 012 905
Chemiczny	0	10 010	1 195	11 289	0	0	115 708	0	36 100	14 933	7 875	197 110
Lekki	0	1 486	15 376	6 499	4 974	11 019	0	0	11 637	0	0	50 991
Drzewny i papierniczy	0	0	8	0	0	0	0	100 345	0	2 795	0	103 148
Paliwowy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Elektromaszynowy	0	725	19	0	7 494	8 608	2 800	1	0	0	0	19 647
Materiałów budowlanych	0	4 150	1 209	12 949	21 589	5 535	1 673	13 821	0	0	3 093	64 019
Inny przemysł	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Przemysł razem	7 123	16 371	17 807	30 737	34 057	97 330	122 462	371 094	259 073	313 754	356 457	1 626 265
Energetyka i usługi komunalne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Handel	43	314	0	0	0	2 912	2 706	15 932	9 607	0	0	31 514
Handel detaliczny	0	0	0	0	0	0	0	0	0	68 308	0	68 308
Informatyka	0	5 086	404	16	0	0	45 692	0	0	0	4 755	55 953
Budownictwo	3 603	3 707	874	5 095	7 082	3 578	12 486	2 389	0	0	0	38 814
Media	812	358	11	0	615	125	972	1 218	174 949	0	700 000	879 060
Telekomunikacja	0	68	0	0	0	0	0	38 000	0	123 052	0	161 120
Inne usługi	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Handel i usługi razem	4 458	9 533	1 289	5 111	7 697	6 615	61 856	57 539	184 556	191 360	704 755	1 234 769
Wydatki na wykup akcji własnych razem	11 581	25 274	19 096	35 848	41 754	103 945	183 847	429 033	443 632	505 114	1 061 212	2 860 336

Źródło: jak w tab. 1.

stwierdzić, iż w warunkach polskich zdecydowanie dominuje umorzenie połączone z transferem środków finansowych do akcjonariuszy. Warto również zaznaczyć, iż art. 362 Kodeksu spółek handlowych dopuszcza możliwość wykupu akcji własnych w celu innym niż ich umorzenie.

Przeprowadzone badania wykazały, iż najwięcej spółek wykupiło akcje własne w celach innych niż umorzenie w 2003 r. Jednakże najwyższe kwoty wynagrodzenia zostały przekazane akcjonariuszom w 2001 r. i wyniosły one 25 294 tys. zł. Spółki, które dokonały tego typu wykupu, należały do 7 sektorów gospodarczych. Były to spółki działające w: mediach, informatyce, handlu detalicznym, energetyce i usługach komunalnych, innych usługach, handlu oraz przemyśle chemicznym.

W latach 1997-2007 w analizowanych 300 spółkach nastąpiło 118 wykupów akcji własnych w celu umorzenia (zob. tab. 2).

W analizowanym okresie największą liczbę nabyć akcji własnych odnotowano w makrosektorze przemysł, w którym spółki odkupiły swoje akcje 66 razy. Z kolei w makrosektorze handel i usługi nabycia akcji własnych nastąpiły 52 razy. Częstsze wykupy akcji własnych w przemyśle niż handlu i usługach mogą świadczyć o braku opłacalnych projektów inwestycyjnych wśród spółek z sektorów tradycyjnych.

Warto zauważyć, iż w obydwu makrosektorach najwięcej wykupów akcji własnych w celu umorzenia związanych było z działalnością budowlaną. W handlowo-usługowych sektorach gospodarczych dominowało, pod względem liczby dokonanych odkupień akcji własnych, budownictwo. W sektorze tym wykup akcji nastąpił 18 razy w ciągu 11 lat. Podobna sytuacja była w sektorach przemysłowych, gdzie pod względem liczby przeprowadzanych wykupów dominował, oprócz przemysłu spożywczego i chemicznego, przemysł materiałów budowlanych. Należy zaznaczyć, iż w sektorach związanych z budownictwem wykupy akcji własnych dokonywane były w latach 1997-2004 przez co najmniej jedną spółkę w roku.

Warto wskazać, iż w 2007 r. w 10 sektorach nie zdarzyło się żadne odkupienie akcji własnych. Bliższa analiza danych liczbowych zgromadzonych w tab. 2 wskazuje, że w całym badanym okresie odkupienie akcji własnych nie nastąpiło w ogóle w 2 sektorach należących do makrosektora przemysł oraz w 2 sektorach z makrosektora handel i usługi.

W analizowanym okresie najwyższe kwoty przeznaczane były na nabywanie akcji własnych przez spółki akcyjne makrosektora przemysł. Łączna kwota wydatków w badanych spółkach wyniosła w ciągu analizowanych 11 lat 1 626 265 tys. zł. Kwota ta była nieomal półtorakrotnie większa od wartości odkupień akcji własnych w spółkach makrosektora handel i usługi (zob. tab. 3). Spółki usługowe i handlowe nabyły bowiem akcje własne na łączną sumę 1 234 769 tys. zł. Najwyższe wartości odkupionych akcji własnych występowały w sektorze spożywczym (1 012 905 tys. zł) oraz mediach (879 060 tys. zł), a następnie w sektorze przemysłu chemicznego i metalowego.

4. Zakończenie

W publicznych spółkach akcyjnych notowanych na GPW w Warszawie obserwuje się występowanie umiarkowanej polityki odkupywania akcji własnych. Mimo że od 2004 r. notuje się wyraźny spadek liczby spółek wybierających tę specyficzną formę realizacji korzyści finansowych przedsiębiorstwa na rzecz akcjonariuszy, przeciętna wartość wydatków związanych z wykupem sukcesywnie wzrasta. Najwyższe kwoty na wydatki tego rodzaju przeznaczają przedsiębiorstwa z sektora spożywczego oraz medialnego. Z kolei największą liczbę nabyć akcji własnych notuje się w sektorze budownictwa, spożywczym, chemicznym i materiałów budowlanych.

Literatura

- Duraj A.N., *Wpływ umorzenia akcji na wypłatę dywidendy przez publiczne spółki akcyjne*, [w:] *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, red. J. Duraj, Uniwersytet Łódzki, Łódź 2005.
- Grullon G., Michaely R., *Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis*, „The Journal of Finance” August 2002 No 4.
- Kawałko A., *Umorzenie udziałów w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością*, Zakamycze, Kraków 2006.
- Kidyba A., *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Zakamycze, Kraków 2002.
- Malinowska U., *Operacje buy-back w polskich warunkach*, [w:] *Wartość przedsiębiorstwa. Z teorii i praktyki zarządzania*, red. J. Duraj, Uniwersytet Łódzki, Płock–Beijing–Łódź 2004.
- Opalski A., *Kapitał zakładowy, zysk, umorzenie*, LexisNexis, Warszawa 2002.
- Weston J.F., Copeland T.E., *Managerial Finance*, The Dryden Press, New York 1992.
- Wood A., *Death of the dividend?*, „A CFO Europe Reseach Report” 2001.
- Zwerdling G.H., *Stock repurchase: financial issues*, „California Management Review” 1968 nr 2.
- Ustawa z 15 września 2000 r. *Kodeks spółek handlowych*, DzU 2003 nr 229, poz. 2276.

Źródła internetowe

- Antonowicz G., *Umorzenie akcji a podatek dochodowy*, www.lexpress.pl.
- Okorowska A., *Automatyczne umorzenie udziałów*, www.prawo.money.pl.

THE ANALYSIS OF THE STOCK REPURCHASES DONE BY THE POLISH PUBLIC JOINT STOCK COMPANIES

Summary

The purpose of this article is to analyze the level and structure of the stock repurchases' expenditures of the Polish public joint stock companies. This article focuses on the idea of the stock repurchases and legal aspects of it. In the empirical part, the research was conducted which shows the amount of Polish partnerships buying back their stocks. Moreover, the value of stock repurchases was investigated.