

Bożena Kołosowska

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu

WYKUP WŁASNYCH AKCJI JAKO ELEMENT POLITYKI INWESTYCYJNEJ W SPÓŁCE

1. Wstęp

Rozwój przedsiębiorstwa wymaga pozyskiwania kapitału niezbędnego do sfinansowania planowanych przedsięwzięć inwestycyjnych. Przedsiębiorstwa w pierwszej kolejności wykorzystują źródła wewnętrzne (zyski zatrzymane), następnie sięgają po źródła zewnętrzne. Mogą nimi być źródła własne, które dostarczają kapitałów własnych drogą emisji akcji. Często korzysta się ze źródeł obcych, które umożliwiają wykorzystanie efektu dźwigni finansowej i „tarczy podatkowej”. Realizując główny cel działania firmy, którym jest wzrost wartości dla akcjonariuszy, zarząd spółki stara się zwiększać zainwestowany kapitał – własny i obcy, tak aby rentowność jego wykorzystania (stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału) była wyższa od średniego ważonego kosztu kapitału.

Zapewnienie korzyści akcjonariuszom może być zrealizowane albo poprzez wzrost wypłat dywidend, albo poprzez wzrost cen akcji spółki, dzięki któremu realizowane są zyski kapitałowe. Jedną z możliwych dróg realizacji korzyści przez akcjonariuszy jest wykup i umorzenie przez spółkę własnych akcji (operacje *buy-back*) [Duliniec 2001, s. 373]. Alternatywnym, częściej stosowanym rozwiązaniem jest decyzja dotycząca wypłat dywidendy.

2. Polityka dywidend

Akcjonariusze, wybierając pośrednio lub bezpośrednio zarząd spółki, oczekują, że będzie on prowadził sprawy spółki w ich najlepszym interesie, tak aby podejmował decyzje mające na celu maksymalizowanie wartości kapitału zainwestowanego przez nich w spółkę. Jakie kryterium ekonomiczne powinno być maksymali-

zowane? Koncepcja wartości dla akcjonariuszy zakłada, że głównym celem działania przedsiębiorstwa jest maksymalizacja wartości środków zainwestowanych przez akcjonariuszy. Polityka tworzenia wartości dla akcjonariuszy polega na ocenie wartości ekonomicznej inwestycji opartej na prognozowanych przepływach gotówki, zdyskontowanych kosztem kapitału. Przepływy gotówki stanowią z kolei podstawę dochodów akcjonariuszy z dywidend i wzrostu wartości rynkowej akcji. Działania zarządu spółki powinny zatem być nakierowane na maksymalizowanie sumy wartości rynkowej akcji i wypłacanych dywidend [Horbaczewska 2002, s. 271].

Można postawić pytanie: Czy wykup i umorzenie akcji własnych zwiększa wartość przedsiębiorstwa? Czy może być alternatywną, w stosunku do dywidendy, formą dystrybucji zysku do akcjonariuszy?

Decyzję o wypłacie dywidendy podejmuje zwyczajne walne zgromadzenie akcjonariuszy. Może być ona wypłacona z zysku, wykazanego w sprawozdaniu, zbadanego przez biegłego rewidenta. Część zysku jest reinwestowana. Wypłata dużych dywidend pieniężnych prowadzi zazwyczaj do wzrostu ceny rynkowej akcji w krótkim okresie. W długim okresie może spowodować ograniczenie wzrostu ceny rynkowej ze względu na to, że mniejsza część środków pozostała w przedsiębiorstwie na inwestycje. Wypłata zaś małych dywidend bądź niewypłacenie dywidend i reinwestowanie całego zysku prawdopodobnie przyczyni się do wzrostu ceny rynkowej w przyszłości, lecz spowoduje jej obniżenie 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, a więc – **by optymalizował politykę dywidend firmy** [Brigham 1996, s. 221].

Mogą wystąpić trudności z osiąganiem każdego roku zysku w takiej wysokości, aby zapewnić wypłatę na ustalonym w polityce dywidend poziomie. Jednorazowe jej obniżenie lub zmiana zasad wysokości dywidendy na mniej korzystne dla akcjonariusza może spowodować gwałtowny spadek ceny rynkowej akcji, gdyż inwestorzy mogą to odczytywać jako przejaw przekonania zarządu o pogorszeniu się perspektyw spółki na przyszłość. Utrzymywanie wypracowanej polityki dywidend nawet w okresie obniżonego zysku przekonuje akcjonariuszy o prawidłowych tendencjach rozwojowych spółki. Jeżeli zwiększenie wpływów spółki ma charakter raczej krótkotrwały, bezpieczniejszym wyjściem jest wypłata nadwyżki poprzez wykup akcji niż zwiększenie wartości wypłacanej dywidendy do poziomu, którego nie będzie można utrzymać w przyszłości.

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 konsekwentnie powinna być stosowana przyjęta polityka wypłaty dywidendy stałej lub o stałej stopie wzrostu? Kompromisowym wyjściem jest wypłata dywidendy w wysokości ustalonej w przyjętej polityce wypłaty dywidend-

dy oraz wypłacanie dywidendy dodatkowej, jednorazowej. W takiej sytuacji spółka może również zdecydować się na przeprowadzenie operacji odkupienia własnych akcji od akcjonariuszy i ich umorzenia.

3. Operacja odkupienia przez spółki własnych akcji

Decyzja o obniżeniu kapitału zakładowego ma postać uchwały walnego zgromadzenia podjętej większością trzech czwartych głosów. Do obniżenia kapitału własnego dochodzi, gdy celem jest uwolnienie części majątku, wtedy z reguły następują wypłaty na rzecz akcjonariuszy. Może mieć ono na celu także likwidację straty bilansowej, wtedy przeważnie środki pozostają w spółce. Obniżenie kapitału może więc nastąpić poprzez zmniejszenie wartości nominalnej akcji, przez umorzenie części akcji lub przez połączenie akcji.

W pierwszym wypadku następuje wymiana dotychczasowych akcji na nowe, o niższej wartości nominalnej, albo dotychczasowe akcje zostają przestemplowane. Liczba akcji nie ulega zmianie.

Drugi ze sposobów, umorzenie akcji, musi być przewidziany w statucie spółki. Akcje mogą zostać umorzone za zgodą akcjonariusza w drodze nabycia akcji przez spółkę (umorzenie dobrowolne) lub bez zgody akcjonariusza (umorzenie przymusowe). Umorzenie akcji wymaga uchwały walnego zgromadzenia, która zawiera m.in. wysokość wynagrodzenia przysługującego akcjonariuszowi lub uzasadnienie umorzenia akcji bez wynagrodzenia oraz sposób obniżenia kapitału zakładowego (art. 359 *Kodeksu spółek handlowych*). Wykup akcji własnych przez spółkę w celu ich umorzenia to jedna z najszybszych form zmiany struktury kapitału i jednocześnie jeden ze sposobów wypłacania dywidendy.

Umorzenie akcji jest czynnością dokładnie odwrotną do emisji. Spółka musi dysponować odpowiednim kapitałem na nabycie własnych akcji. Kapitał może zostać zgromadzony ze sprzedaży części majątku. Kolejne etapy tego procesu znajdują odzwierciedlenie w bilansie spółki. Umorzenie akcji może powodować zmniejszenie sumy bilansowej o sumę wypłacanych kwot zwracanych akcjonariuszom (iloczyn liczby umarzanych akcji i ceny wykupu) powiększoną o część nieaktywowanych kosztów manipulacyjnych. Z jednej strony następuje zmniejszenie aktywów (wypływ środków pieniężnych), z drugiej zaś – zmniejszenie pasywów. Analizując szczegółowo problem, można wyodrębnić trzy sytuacje [Machała 2001, s. 312]:

1) przy umorzeniu z zysku zmniejsza się nie podzielony wynik z lat ubiegłych (suma bilansowa nie ulega zmianie),

2) przy umorzeniu z utworzonych z zysku rezerw zmniejsza się (ulega likwidacji) rezerwa (suma bilansowa nie ulega zmianie),

3) przy umorzeniu z kapitałów własnych zmniejsza się kapitał akcyjny (o iloczyn liczby umarzanych akcji i wartości nominalnej) i/lub kapitał zapasowy (o

iloczyn liczby umarzanych akcji i nadwyżki ceny odkupu nad wartość nominalną (suma bilansowa ulega zmianie).

Na świecie operację odkupienia akcji własnych z rynku i ich umorzenia stosują bardzo często przedsiębiorstwa działające na rynku publicznym. Jest ona praktykowana najczęściej przez spółki osiągające wysokie zyski i nadwyżki środków pieniężnych z bieżącej działalności. Jednakże ich potencjał wzrostu jest bardzo ograniczony, co znajduje swoje odzwierciedlenie w niskich notowaniach akcji na rynku kapitałowym. Dokonanie restrukturyzacji kapitału poprzez wykup własnych akcji może przynieść zwiększenie ich wartości rynkowej. Zmniejszenie liczby akcji na rynku powoduje wzrost wskaźników rentowności określających stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału: zysku przypadającego na jedną akcję (wskaźnik EPS) lub stopę zwrotu z kapitału własnego (wskaźnik ROE). Jednakże bezpośrednio po wzroście wskaźnika EPS następuje wzrost ceny jednostkowej akcji, w efekcie powodując powrót wartości wskaźnika do poprzedniego poziomu. Wzrost EPS jest tylko zmianą księgową, która prawidłowo odzwierciedla zmianę liczby akcji będących w obrocie [Ross, Westerfield, Jordan 1999, s. 593].

Zgodnie z przepisami polskiego kodeksu spółek handlowych do jej przeprowadzenia potrzebny jest odpowiedni zapis w statucie firmy oraz stosowna uchwała podjęta przez walne zgromadzenie akcjonariuszy. Uchwała określa wynagrodzenie akcjonariusza i sposób obniżenia kapitału akcyjnego, jeśli będzie on obniżany. Polskie prawo przewiduje możliwość odkupienia własnych akcji, m.in. w celu umorzenia (w innych systemach prawnych dopuszcza się posiadanie przez spółki swoich własnych akcji). Umorzenie może być dokonane z czystego zysku, bez zmniejszenia kapitału akcyjnego lub ze zmniejszeniem kapitału zgodnie z art. 360 *Kodeksu spółek handlowych* z 15 września 2000 roku¹.

Jeżeli akcje spółki są odkupione z wypracowanego zysku bez obniżania kapitału własnego i zmiany struktury kapitału w przedsiębiorstwie, to w wyniku takiej operacji wartość księgowa nie wykupionych akcji rośnie. W ten sposób jednorazowa wypłata gotówki akcjonariuszom może być traktowana jako substytut dywidendy. Tego rodzaju operacja jest finansowana nagromadzonymi nadwyżkami środków pieniężnych do wysokości zysku netto.

Przy alternatywnym rozwiązaniu, gdy następuje jednoczesne obniżenie kapitału własnego, dochodzi do zmiany struktury kapitału w przedsiębiorstwie – do wzrostu wskaźnika D/E (długu do kapitału własnego). Operacja ta może być finansowana także zaciągniętymi zobowiązaniami. Zazwyczaj wtedy zmniejsza się księgowa wartość kapitału (aktywów) przy jednoczesnym zmniejszeniu wartości księgowej

¹ *Kodeks spółek handlowych* z 15 września 2000 r. (DzU nr 94, poz. 1037). 1 stycznia 2003 r. weszły w życie istotne zmiany w zasadach opodatkowania nabywania własnych udziałów przez spółki oraz umarzania udziałów (por. [Seredyński, Sobiech 2003, s. 12-15]).

kapitału własnego i wzroście wartości rynkowej akcji nie wykupionych i pozostawionych w obrocie akcji².

A. Rappaport wymienia trzy główne przyczyny wykupywania własnych akcji przez przedsiębiorstwo [Rappaport 1999, s. 37]:

- 1) wysłanie rynkowej informacji, że akcje są niedowartościowane,
- 2) bardziej korzystne niż wypłata dywidend (ze względu podatkowych) przekazanie gotówki akcjonariuszom,
- 3) zwiększenie dźwigni finansowej i zmiana struktury kapitałów na bardziej zbliżoną do optymalnej dla danej firmy.

Reakcja rynku na informację o planach wykupu i umorzenia akcji jest zazwyczaj pozytywna, tzn. powoduje wzrost ich wartości. Trzeba przy tym pamiętać, iż 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 pozostałych akcjonariuszy.

Podsumowując, można stwierdzić, że obniżanie kapitału akcyjnego jest istotnym czynnikiem kształtującym wysokość i strukturę kapitału w spółkach akcyjnych.

Zarówno wypłata dywidendy, jak i wykup akcji własnych jest sposobem przekazania gotówki akcjonariuszom. Jednakże wypłata dywidendy dotyczy wszystkich akcji spółki, a więc dochód otrzymują wszyscy akcjonariusze. Wszyscy muszą zapłacić podatek od otrzymanego dochodu, a także podjąć decyzję o przeznaczeniu pozostałych środków.

4. Podatkowe skutki umorzenia akcji w spółce

Kodeks spółek handlowych przewiduje trzy rodzaje umorzenia:

- 1) umorzenie dobrowolne – dokonywane za zgodą akcjonariuszy, w drodze nabycia akcji przez spółkę,
- 2) umorzenie przymusowe – dokonywane bez zgody akcjonariuszy, w sytuacjach określonych w statucie spółki (np. w przypadku działania akcjonariusza na szkodę spółki),
- 3) umorzenie w przypadku ziszczenia się zdarzenia określonego w statucie spółki (nazywane w literaturze przedmiotu umorzeniem automatycznym, warunkowym lub szczególnym).

Umorzenie akcji każdego rodzaju wymaga podjęcia uchwały o odpowiednim obniżeniu kapitału zakładowego, przy czym w przypadku umorzenia automatycznego uchwałę podejmuje nie walne zgromadzenie akcjonariuszy, lecz zarząd spółki. Jeżeli nie następuje obniżenie kapitału zakładowego, to zwiększa się wartość

² Akcjonariusze mogą, oprócz (lub zamiast) jednorazowej wypłaty gotówki za wykupione akcje, otrzymać tzw. świadectwa (akcje) użytkowe, bez określonej wartości nominalnej, lecz mogące dawać ich posiadaczom prawa majątkowe zbliżone do tych przysługujących akcjom zwykłym.

nominalna pozostałych akcji; odpowiednie środki z kapitałów rezerwowych są przenoszone na kapitał zakładowy. Umorzenie akcji nie rodzi obowiązku podatkowego w podatku dochodowym podmiotu dokonującego umorzenia.

Dochód akcjonariusza, którego akcje są umarzone za wynagrodzeniem, przymusowo lub automatycznie, na gruncie Ustawy z 15 lutego 1992 r. *o podatku dochodowym od osób prawnych* (tekst jednolity z 2000 r. nr 54, poz. 654, ze zm.), jest dochodem z udziału w zyskach osób prawnych (art. 10 ust. 1). Opodatkowaniu podlega różnica pomiędzy wynagrodzeniem za umorzone akcje a kosztem ich wcześniejszego nabycia (ujemna różnica stanowi stratę na tej operacji). Dochodu z umorzenia akcji nie łączy się z innymi dochodami i opodatkowuje się ryczałtowo według stawki 15%³.

Należy zauważyć, że wykup akcji jest skierowany do wszystkich akcjonariuszy, lecz 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. W operacji wykupu akcji każdy akcjonariusz otrzymuje to, czego w danej chwili potrzebuje.

Można także przedstawić inne korzyści akcjonariuszy. Znaczną korzyścią akcjonariuszy sprzedających swoje akcje w ramach 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. To oni sami decydują o powstaniu z tego tytułu zobowiązań podatkowych. Niektóre systemy prawne zakazują korzystania z wykupu akcji tylko w celu obniżenia podatku oraz nakładają pewne ograniczenia. Z oferty wykupu akcji korzystają głównie akcjonariusze, którzy rozważali wcześniej możliwość rezygnacji z dokonanej inwestycji. Akcjonariusze, którzy nie zdecydowali się na tę ofertę, liczą na wzrost inwestycji w przyszłości.

Odkupienie części akcji, a więc wycofanie ich z obrotu, zmniejsza liczbę akcji dostępnych na rynku, co może prowadzić do wzrostu ich ceny. Jeśli wykup akcji przeprowadzono z czystego zysku (bez obniżenia kapitału akcyjnego), akcjonariusze pozostali w spółce stali się właścicielami większej części jej majątku. Daje to większą możliwość kontroli nad spółką. Zwiększa się wartość zysku na 1 akcję, zmniejsza się relacja ceny rynkowej do zysku na 1 akcję, co dodatkowo stymuluje wzrost ceny akcji.

³ Inna stawka podatku lub w ogóle brak opodatkowania może mieć miejsce, jeśli podatnikiem jest podatkowa grupa kapitałowa oraz jeśli podatnikiem jest podmiot mający swoją siedzibę w innym państwie, a umowa o unikaniu podwójnego opodatkowania, zawarta przez Polskę z tym państwem, tak przewiduje (art. 22, ust. 2 i 3 ustawy).

5. Transfery wykupu w USA i Europie i ich motywy

Jak wcześniej już przedstawiono, głównym celem, który chce zrealizować spółka poprzez wykup akcji, może być zmiana struktury kapitałowej przez zwiększenie udziału kapitału obcego obciążonego oprocentowaniem. Wykup i umorzenie przeprowadza się wówczas łącznie z obniżeniem kapitału akcyjnego. Zmniejsza się księgową i rynkową wartość kapitału własnego i jednocześnie zwiększa procentowy udział kapitałów obcych (rośnie wskaźnik D/E). Może to dać pozytywne efekty dźwigni finansowej, jednakże wzrasta przy tym ryzyko niewypłacalności i ryzyko inwestycji w papiery dłużne emitowane przez przedsiębiorstwo. To może z kolei prowadzić do spadku wartości rynkowej kapitału obcego i do nasilenia konfliktu interesów pomiędzy wierzycielami a akcjonariuszami spółki, wynikającego z transferu wartości od właścicieli kapitału obcego do spółki. Mogą powstać trudności w dalszym zadłużaniu się.

J. Ostaszewski twierdzi, że obniżenie kapitału akcyjnego następuje w wyniku wystąpienia niekorzystnych zjawisk w spółce, np. brak możliwości dokonania korzystnej lokaty kapitału lub brak projektów inwestycyjnych o odpowiednio dodatniej wartości NPV [Ostaszewski 2000, s. 113-114].

Dotychczas prezentowano przypadki spółek, które, dysponując nadwyżką środków pieniężnych, decydowały się na wykup i umorzenie własnych akcji. Czy wykup akcji może służyć zwiększeniu wartości firmy w przypadku, gdy nie ma w niej nadmiaru wolnej gotówki oraz możliwości zwiększenia zadłużenia? Czy można określić warunki, w których przedsiębiorstwo powinno zrezygnować z realizacji opłacalnych projektów inwestycyjnych i raczej wykupić akcje, podwyższając w ten sposób wartość firmy? Należy dokonać kalkulacji opłacalności przez porównanie stopy zwrotu realizowanej przez operację wykupu ze stopą zwrotu z realizacji projektów inwestycyjnych. Dodatkowo należy spojrzeć na inwestycje pod kątem realizacji innych celów, ewentualnych kosztów jej zaniechania.

W literaturze prezentowany jest także inny cel operacji wykupu własnych akcji. Jest to wykorzystywanie rekapitalizacji jako obrony przed wrogim przejęciem przez inną firmę. Uważa się, iż przedsiębiorstwo, które w wyniku wykupu własnych akcji wyzbyło się wolnej gotówki i zwiększyło zadłużenie, nie jest atrakcyjnym podmiotem wrogiego przejęcia.

Czy wykup i umorzenie akcji może być alternatywną, w stosunku do dywidendy, formą dystrybucji zysku do akcjonariuszy? Jeżeli akcjonariusze są przyzwyczajeni do polityki stabilnych wypłat dywidend, nie jest to dobre rozwiązanie. Należy jednak zauważyć, że wykup akcji jest bardzo efektywnym i szybkim sposobem zmiany struktury akcjonariatu i struktury kapitału na bliższą optymalnej dla danego przedsiębiorstwa. Tych celów nie da się osiągnąć polityką wypłat dywidend.

Na światowych rynkach kapitałowych wykup akcji własnych staje się popularnym sposobem transferu środków finansowych do akcjonariuszy. Odgrywa także

ważną rolę jako środek komunikacji między spółką, jej kierownictwem i akcjonariuszami [Rutkowski 2004, s. 221]. Tabela 1 pokazuje rosnący udział dokonywanych operacji wykupu własnych akcji na rynku amerykańskim. Jeśli jeszcze w 1991 r. rekapitalizacja stanowiła jedynie 11% wartości wypłacanych dywidend, to w 2001 r. wartość ta stanowiła już prawie 50% wartości przekazanych dywidend.

Tabela 1. Wypłaty dywidend i wykupy akcji na rynku amerykańskim

Rok	Dywidendy (w mld USD)	Wykup akcji (w mld USD)	Relacja wykupu do dywidend (w %)
1991	178,4	20,4	11,4
1992	185,5	35,6	19,2
1993	303,1	38,3	18,9
1994	234,9	73,8	31,4
1995	254,2	99,5	39,1
1996	297,7	176,3	59,2
1997	335,2	191,8	54,2
1998	348,7	237,3	68,1
1999	343,5	164,6	47,9
2000	379,6	158,1	41,6
2001	416,6	177,4	42,6

Źródło: [Weston, Siu 2002], cyt. za: [Rutkowski 2004, s. 222].

W Europie forma przekazywania wypracowanych nadwyżek do właścicieli także ulega zmianie. Na początku lat dziewięćdziesiątych nie dokonywano operacji wykupu własnych akcji na większą skalę. Jednakże już w 2000 r. ten sposób przekazywania wypracowanych nadwyżek stanowił 15% całości kwot uzyskiwanych przez właścicieli.

Tabela 2. Transfery dla właścicieli w Europie (w %)

Rok	Udział dywidend w zysku netto	Udział transferu przez wykup w płatnościach ogółem
1993	54,16	0
1994	75,48	0
1995	48,48	0,03
1996	47,53	1,52
1997	44,36	0,29
1998	82,36	11,04
1999	66,36	9,76
2000	57,29	15,14

Źródło: [Wood 2000], cyt. za: [Rutkowski 2004, s. 221].

W roku 2002 dziesięć spółek notowanych na polskiej giełdzie umorzyło swoje akcje, w 2003 r. liczba ta wzrosła do czternastu [„Rocznik Giełdowy” 2003, s. 42; „Rocznik Giełdowy” 2004, s. 39]. Skala tych operacji jest jeszcze niewielka, wymaga przeprowadzenia indywidualnych badań.

6. Podsumowanie

Można przedstawić następujące motywy dokonywania operacji wykupu przez spółkę własnych akcji:

- wypłata nadmiaru wolnej gotówki akcjonariuszom,
- transfer kapitału z branż mniej do bardziej rozwojowych,
- alternatywa dla wzrostu wypłat dywidend,
- reakcja na niedowartościowanie akcji spółki na rynku,
- metoda dekapitalizacji (szerzej [Duliniec 1998, s. 154-159]),
- technika obrony przed wrogim przejęciem,
- sposób zmiany struktury akcjonariatu spółki.

Zalety umorzenia akcji z punktu widzenia spółki to [Machała 1999, s. 469]:

- umorzenie akcji stanowi pozytywny sygnał dla właścicieli co do przewidywanej sytuacji finansowej spółki i prowadzenia stabilnej polityki dywidend;
- przewiduje się zmianę struktury kapitału, która pozwoli obniżyć średni ważony koszt kapitału (wobec zwiększenia poziomu dźwigni finansowej zwiększa się współczynnik zwrotu z kapitału własnego ROE);
- po odkupieniu akcji spółka ma rok na ich umorzenie; jeśli w tym czasie potrzebuje ona środków pieniężnych, może ponownie zbyć akcje, osiągając zyski z tej operacji;
- spółka osiągająca w danym roku wysokie zyski nie chce wypłacać wysokiej dywidendy, obawiając się, że taka sytuacja się nie powtórzy w przyszłym roku; jednorazowe umorzenie rozwiązuje ten problem, umożliwiając przepływ środków pieniężnych do tych akcjonariuszy, którzy zdecydują się sprzedać swoje akcje.

Wśród **zalet umorzenia akcji z punktu widzenia dotychczasowych właścicieli spółki** można wymienić:

- wzrasta wartość pozostałych akcji,
- umorzenie stanowi pozytywny sygnał dla akcjonariuszy co do perspektyw działania spółki,
- obciążenia podatkowe dochodu związanego z umorzeniem mogą być niższe niż 15%, płatne w przypadku zwykłej dywidendy (gdy spółka odkupuje swoje akcje za pośrednictwem giełdy papierów wartościowych, akcjonariusze nie płacili podatku dochodowego od zbywalnych akcji, jeśli zakupili je w publicznym obrocie).

Do **wad umorzenia z punktu widzenia spółki** można zaliczyć:

- istnieje prawdopodobieństwo powstania podejrzenia, że spółka nie ma możliwości racjonalnego zainwestowania posiadanych środków,

- występuje spadek stanu środków (jeśli spółka posiada stałe nadwyżki środków pieniężnych, nie musi to być wadą)⁴.

Wadami umorzenia dla dotychczasowych właścicieli mogą być:

- cena wykupu akcji może być ustalona w sposób krzywdzący udziałowców mniejszościowych,

- sprzedający mogą później żałować umorzenia ich akcji, ponieważ nie wszyscy skorzystali w pełni z możliwości umorzenia, co nieodwracalnie zmniejsza ich relatywny udział w kapitale spółki,

- obciążenia podatkowe związane z dochodem z umorzenia mogą być wyższe niż ryczałt (15%) w przypadku zwykłej dywidendy (wyjątkiem jest sytuacja, gdy spółka odkupuje swoje akcje za pośrednictwem giełdy papierów wartościowych).

Akcjonariuszom może nie być obojętne, czy otrzymują dywidendy, czy zyski kapitałowe, a cena akcji może wzrosnąć bardziej dzięki dywidendom niż wskutek odkupywania akcji [Brigham, Gapenski 2000, s. 619].

Akcjonariusze sprzedający akcje mogą nie być świadomi wszystkich skutków wynikających z odkupywania albo mogą nie mieć pełnej informacji o obecnej i przyszłej działalności spółki. W ten sposób spółka może zapłacić zbyt dużą cenę za odkupywane akcje, krzywdząc pozostałych akcjonariuszy.

Literatura

Brigham E. F., *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 1996.

Duliniec A., *Operacje wykupu przez spółki własnych akcji*, [w:] *Zarządzanie finansami. Cele – organizacja – narzędzia*, red. D. Zarzecki, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2001.

Horbaczewska H., *Wypłata dywidend a wykup akcji*, [w:] *Rozwój rynku finansowego w Polsce*, red. P. Karpuś, J. Węclawski, UMCS, Lublin 2002.

Machała R., *Praktyczne zarządzanie finansami firmy*, PWN, Warszawa 2001.

Ostaszewski J., *Źródła pozyskiwania kapitału przez spółkę akcyjną*, Difin, Warszawa 2000.

Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa 1999.

Ross S.A., Westerfield R.W., Jordan B.D., *Finanse przedsiębiorstw*, ABC, Warszawa 1999.

Rocznik Giełdowy 2003, GPW, Warszawa 2003.

Rocznik Giełdowy 2004, GPW, Warszawa 2004.

⁴ Umarzanie akcji w Polsce ma obecnie bardziej charakter spekulacyjny niż programowy. Jeśli właścicielami akcji są fundusze inwestycyjne, to wywierają one presję na zarządy, by te podjęły decyzje o wykupie części walorów, dzięki temu rośnie stopa zwrotu w jednostkach uczestnictwa tychże funduszy. Zachodnie firmy stosują odkupywanie akcji również wtedy, gdy mają nadmiar gotówki. Nie grozi to jednak polskim spółkom (wypowiedź M. Sierpińskiej, *Zyski na kawalki*, „Dziennik Polski” z 15 maja 2000).

Rutkowski A., *Wykup akcji własnych*, [w:] *Czas na pieniądz. Zarządzanie finansami, finansowanie przedsiębiorstw w UE*, red. D. Zarzecki, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2004.

Seredyński F., Sobiech M., *Umorzenie udziałów w spółce – skutki podatkowe*, „Przegląd Podatkowy” 2003, nr 6.

SHARE REPURCHASE AS AN ELEMENT OF CORPORATION INVESTMENT POLICY

Summary

Share repurchase is becoming a new method of acquiring new capital. The article presents several different motives for performing such operations. First of all, share repurchase programmes are a good way for cash distribution among shareholders and re-allocation of capital from mature or declining sectors of the economy to more productive areas. Polish law permits Polish companies to buyback their stock.

Buyback programmes can be used to boost earnings per share, to adjust debt-to-equity ratios or to change share ownership structure of a company. Companies announce buyback when their stock is “undervalued” by the market. Share repurchase may also protect a firm against outside takeovers. Among the most important advantages of this operations is expected the increase of company’s shares value.