

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

271

Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka

Tom 2



Redaktorzy naukowi

**Adam Kopiński, Tomasz Słoński,
Bożena Ryszawska**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Redaktorzy Wydawnictwa: Elżbieta Kozuchowska, Aleksandra Śliwka

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Justyna Mroczkowska

Łamanie: Adam Dębski

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2012

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-219-2 (całość)

ISBN 978-83-7695-227-7 t. 2

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Aneta Michalak: Wybrane aspekty finansowania inwestycji rozwojowych w branżach kapitałochłonnych	11
Grzegorz Mikołajewicz: Społeczna odpowiedzialność biznesu (CSR), etyka biznesu i wartości korporacyjne	23
Sebastian Moskal: Zastosowanie instrumentu <i>credit default swap</i> do szacowania stopy wolnej od ryzyka na potrzeby wyceny wartości przedsiębiorstwa	34
Krzysztof Możejko: Efektywność analizy portfelowej w zmiennych warunkach inwestycyjnych	47
Rafał Nagaj: Analysis of public finances in Poland and the EU during the financial/economic crisis in 2008-2010	60
Witold Niedzielski: Najem długoterminowy samochodów jako alternatywa dla leasingu. Studium przypadku	71
Jarosław Nowicki: Szacowanie stopy podatku dochodowego w wycenie przedsiębiorstw niebędących spółkami kapitałowymi	83
Józef Osoba, Marcin Czarnacki: Wykorzystanie <i>mezzanine capital</i> w zrównoważonym modelu struktury kapitału przedsiębiorstwa	92
Dorota Ostrowska: Sprawność zarządzania środkami finansowymi uczestników rynku emerytalnego w Polsce	107
Przemysław Panfil: Przyjmowanie przez ministra finansów środków w depozyt lub w zarządzanie. Wnioski <i>de lege lata</i>	118
Marek Pauka, Paweł Prędkiewicz: Zagadka dyskonta w wycenach zamkniętych funduszy inwestycyjnych z perspektywy inwestora	127
Agnieszka Piechocka-Kaluźna: Znaczenie współczynnika wypłacalności jako miernika bezpieczeństwa funkcjonowania banków komercyjnych ...	141
Katarzyna Prędkiewicz: Is it possible to measure a funding gap?	152
Katarzyna Prędkiewicz: Limity inwestycyjne funduszy <i>venture capitals</i> i aniołów biznesu	160
Katarzyna Prędkiewicz, Hanna Sikacz: Analiza płynności statycznej grup kapitałowych na przykładzie przemysłu metalowego	170
Anna Pyka: Zewnętrzne formy finansowania działalności operacyjnej oraz inwestycji w małych i średnich przedsiębiorstwach w okresie kryzysu gospodarczego	183
Anna Pyka: Motywy emisji „obligacji węglowych” jako specyficznych obligacji korporacyjnych opartych na świadczeniach niepieniężnych	193
Anna Rosa, Wojciech Rosa: The impact of seasonality on the level of working capital needs	203

Jerzy Różański, Jakub Marszałek: Struktura finansowania firm rodzinnych na przykładzie przedsiębiorstw regionu łódzkiego	215
Jerzy Różański, Dorota Starzyńska: Finansowe i pozafinansowe czynniki rozwoju przedsiębiorstw rodzinnych w regionie łódzkim	226
Józef Rudnicki: Can stock splits generate abnormal stock performance in post-crisis era? Evidence from the New York Stock Exchange.....	237
Włodzimierz Rudny: Model biznesu w procesie tworzenia wartości.....	248
Iwona Sajewska, Artur Stefański: Źródła finansowania wybranych przedsiębiorzeń w zakresie produkcji energii z zasobów odnawialnych w Polsce	259
Alicja Sekuła: Property revenues (PRS) and expenditures of local government units (LGUS) in Poland	270
Paweł Sekuła: Empiryczny test strategii fundamentalnej.....	280
Przemysław Siudak: Wpływ Wałbrzyskiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej na sektor finansów publicznych	290
Tomasz Skica: Efektywność działania jednostek samorządu terytorialnego .	306
Michał Soliwoda: Rzeczowe aktywa trwałe a cykl inkasa należności, obrotu zapasami i regulowania zobowiązań	317
Dorota Starzyńska, Jakub Marszałek: Bariery finansowania firm rodzinnych na przykładzie przedsiębiorstw regionu łódzkiego	327
Wacława Starzyńska, Justyna Wiktorowicz: Czy zamówienia publiczne sprzyjają innowacyjności przedsiębiorstw?	336
Artur Stefański: Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej spółek giełdowych a cena rynkowa akcji.....	346
Igor Styn: Zakres wykorzystania funduszy pomocowych w finansowaniu inwestycji w odnawialne źródła energii w Polsce w stosunku do potrzeb inwestycyjnych	355
Alina Szewc-Rogalska: Wykup akcji własnych przez spółki giełdowe jako forma dystrybucji wartości dla akcjonariuszy	365
Piotr Szkudlarek: Inwestycje operatorów telekomunikacyjnych jako czynnik ograniczania wykluczenia cyfrowego w Polsce.....	374
Aneta Szóstek: Nabywanie nieruchomości w Polsce przez inwestorów zagranicznych.....	383
Piotr Szymański: Propozycja nowego standardu wartości uwzględniającego koszty zewnętrzne	394
Tomasz Śpiewak: Kierunki modyfikacji metody Baumola zarządzania środkami pieniężnymi – model linii kredytowej.....	406
Beata Trzaskuś-Zak: Budowa modelu prognostycznego należności spłacanych terminowo metodą harmoniczną i metoda Kleina.....	418
Dariusz Urban: Państwowe fundusze majątkowe jako inwestor finansowy ..	434
Ewa Widz: Efektywność wyceny rynkowej kontraktów futures na kurs euro na GPW w Warszawie	443

Paweł Wnuczak: Stopa zwrotu z kapitałów własnych (ROE) jako jedna z podstawowych determinant kreacji wartości przedsiębiorstwa	454
Robert Wolański: Zakres wykorzystania preferencji podatkowych w podatku dochodowym przez małe i średnie przedsiębiorstwa.....	467
Justyna Zabawa: Zastosowanie metody AHP w procesie finansowania inwestycji w odnawialne źródła energii	475
Dariusz Zawadka: Aktywność funduszy <i>venture capital</i> w ramach alternatywnych systemów obrotu	488
Danuta Zawadzka, Ewa Szafraniec-Siluta: Samofinansowanie produkcji rolniczej a poziom aktywności inwestycyjnej towarowych gospodarstw rolnych – analiza porównawcza sytuacji w Polsce na tle Unii Europejskiej.....	498
Grzegorz Zimon: Zarządzanie zapasami w przedsiębiorstwach tworzących zintegrowany system dostaw	509
Aleksandra Zygmunt: Analiza płynności finansowej spółek giełdowych branży przemysłu spożywczego w Polsce.....	519

Summaries

Aneta Michalak: Chosen aspects of financing development investments in capital-consuming industries.....	22
Grzegorz Mikołajewicz: Corporate Social Responsibility (CSR), business ethics and corporate values.....	33
Sebastian Moskal: Application of credit default swap in order to estimate risk free rate in the process of company's valuation	46
Krzysztof Możejko: Effectiveness of portfolio analysis in variable conditions on capital markets	59
Rafał Nagaj: Analiza finansów publicznych w Polsce i Unii Europejskiej w czasie kryzysu finansowego i gospodarczego w latach 2008-2010.....	70
Witold Niedzielski: Long-term rent with fleet management as an alternative for lease of cars. Case study	82
Jarosław Nowicki: Estimating the income tax rate in valuation of other enterprises than limited liability or joint-stock companies	91
Józef Osoba, Marcin Czarnacki: The use of mezzanine capital in an equilibrium model of capital structure of an enterprise.....	106
Dorota Ostrowska: Quality management of the pension market participants' financial means in Poland.....	117
Przemysław Panfil: The rules of free funds transfer to the Minister of Finance in the deposit or management – attempt to assess	126
Marek Pauka, Paweł Prędkiewicz: Mystery of discount in valuations of closed-end funds from the investor's perspective	140

Agnieszka Piechocka-Kaluźna: The role of insolvency ratio in assessing safety and ability for continuance of commercial banks.....	151
Katarzyna Prędkiewicz: Czy można zbadać lukę finansową?	159
Katarzyna Prędkiewicz: Venture capital and business angels investment limits	169
Katarzyna Prędkiewicz, Hanna Sikacz: Analysis of static financial liquidity in capital groups on the example of metal industry	182
Anna Pyka: External forms of working-capital and capital-expenditure financing for small and medium-sized businesses in times of an economic crisis.....	192
Anna Pyka: The motives for issuing “coal bonds” as a specific corporate bonds based on non-financial benefits	202
Anna Rosa, Wojciech Rosa: Wpływ sezonowości na poziom kapitału obrotowego.....	214
Jerzy Różański, Jakub Marszałek: Family business financial structure analysis of the Łódź region companies.....	225
Jerzy Różański, Dorota Starzyńska: Financial and non-financial factors of family enterprise development in the Łódź region.....	236
Józef Rudnicki: Czy podział akcji może być źródłem ponadprzeciętnych stóp zwrotu w czasach po kryzysie 2007-2009? Przykład Nowojorskiej Giełdy Papierów Wartościowych.....	247
Włodzimierz Rudny: Business model in value creation process	258
Iwona Sajewska, Artur Stefański: Main sources of funding for production ventures energy from renewable resources in Poland	269
Alicja Sekuła: Dochody i wydatki majątkowe jednostek samorządu terytorialnego	279
Paweł Sekuła: Empirical test of fundamental strategy.....	289
Przemysław Siudak: The influence of “Invest-Park” – Wałbrzych Special Economic Zone on public finance sector	305
Tomasz Skica: Effectiveness of activities of local government units	316
Michał Soliwoda: Tangible fixed assets vs. receivables, turnover and payables conversion cycles	326
Dorota Starzyńska, Jakub Marszałek: Family business financing barriers analysis of the Łódź region companies.....	335
Wacława Starzyńska, Justyna Wiktorowicz: Can public procurement stimulate innovativeness of enterprises?	345
Artur Stefański: Operating cash flow of firms listed on stock exchange and the price of stocks	354
Igor Styn: The scope of aid funds use in financing investments in renewable energy in Poland in comparison to investment needs	364
Alina Szewc-Rogalska: Share repurchase by publicly listed companies as a form of value distribution for shareholders	373

Piotr Szkudlarek: Telecommunication operators' investments as a factor limiting the digital exclusion in Poland	382
Aneta Szóstek: Acquiring properties in Poland by foreign investors	393
Piotr Szymański: The idea of a new standard of value which takes into account the external costs.....	405
Tomasz Śpiewak: Directions of modifications of the Baumol cash management model – line of credit model.....	417
Beata Trzaskus-Żak: Construction of the prognostic model of paid-in-term receivables using the harmonic method and the Klein method.....	433
Dariusz Urban: Sovereign Wealth Funds as a financial investor	442
Ewa Widz: Efficiency of market valuation of euro futures on the Warsaw Stock Exchange.....	453
Paweł Wnuczak: Return on equity (ROE) as one of fundamental determinants of company's value creation	466
Robert Wolański: The scope of the use of tax expenditures in income tax for small and medium enterprises.....	474
Justyna Zabawa: The application of the AHP method in the process of financing renewable energy sources projects.....	487
Dariusz Zawadka: Venture Capital activity in alternative investment markets	497
Danuta Zawadzka, Ewa Szafraniec-Siluta: Self-financing of agricultural production vs. the level of commercial farms' investment activity – comparative analysis of the situation in Poland on the basis of the European Union	508
Grzegorz Zimon: Inventory management in enterprises creating an integrated supply system.....	518
Aleksandra Zygmunt: Financial liquidity analysis of quoted enterprises belonging to food industry in Poland	531

Alina Szewc-Rogalska

Uniwersytet Rzeszowski

WYKUP AKCJI WŁASNYCH PRZEZ SPÓŁKI GIEŁDOWE JAKO FORMA DYSTRYBUCJI WARTOŚCI DLA AKCJONARIUSZY

Streszczenie: Celem pracy jest analiza uwarunkowań stosowania wykupów akcji własnych przez spółki giełdowe jako formy dystrybucji wartości dla akcjonariuszy. Problem ten jest szczególnie istotny w okresie niekorzystnej koniunktury na rynku kapitałowym. Ogłoszenie wykupu niedoszacowanych akcji własnych przez spółkę powoduje na ogół wzrost cen akcji w długim okresie. Operacje *buy-back* stanowią również instrument optymalizacji struktury kapitału, kształtowania struktury własnościowej i obrony przed wrogimi przejęciami. Zarówno uwarunkowania realizacji, jak i konsekwencje ekonomiczne są odmienne w przypadku wypłat dywidend gotówkowych oraz wykupu akcji własnych przez spółki giełdowe.

Słowa kluczowe: wykup akcji własnych, wartość dla akcjonariuszy.

1. Wstęp

Akcjonariusze inwestujący swój kapitał w akcje spółek giełdowych oczekują korzyści finansowych w postaci zysków kapitałowych z przyrostu cen rynkowych akcji oraz udziału w zyskach wygospodarowanych przez spółkę giełdową. Zyski te mogą być transferowane na rzecz akcjonariuszy w formie dywidend gotówkowych lub poprzez wykup przez spółkę akcji własnych. Decyzje o podziale wygospodarowanego zysku oraz formie dystrybucji wartości dla akcjonariuszy należą do najważniejszych decyzji spółek giełdowych. Programy wykupu akcji własnych (*share repurchase*, *buy-back*) stają się coraz częstszą praktyką stosowaną przez spółki notowane na GPW w Warszawie. Szczególnie dużą aktywność tych spółek w ogłaszaniu programów wykupu akcji własnych obserwuje się od drugiej połowy 2011 r.

Celem pracy jest analiza uwarunkowań stosowania wykupów akcji własnych przez spółki giełdowe jako formy dystrybucji wartości dla akcjonariuszy, szczególnie w okresie niekorzystnej koniunktury na rynku kapitałowym. Na potrzeby realizacji celu rozpoznano – w świetle studiów literaturowych i dotychczasowych badań empirycznych krajowych i zagranicznych – motywy i sposoby realizacji wykupu akcji własnych przez spółki, przesłanki wyboru formy dystrybucji wartości dla akcjonariuszy oraz tendencje w zakresie sposobów transferu wartości.

2. Motywy i sposoby realizacji wykupu akcji własnych przez spółki giełdowe

Wśród licznych motywów podejmowania przez spółki decyzji o wykupie akcji własnych (tab. 1) często wymienia się wzrost wartości rynkowej akcji. Badania przeprowadzone na rynku amerykańskim wskazują, że po ogłoszeniu wykupu akcji własnych przez spółki następuje wzrost ceny ich akcji przeciętnie o 3,5% [Ikenberry, Lakonishok, Vermaelen 1995, s. 181-208]. Z badań spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2005-2010 wynika, że ogłoszenie skupu własnych akcji było pozytywną informacją dla akcjonariuszy i pozwalało na osiągnięcie istotnej statystycznie, zwykłej stopy zwrotu w następnym dniu. Statystycznie istotne efekty były obserwowane przede wszystkim w spółkach o najwyższej kapitalizacji [Słoński, Zawadzki 2011, s. 488-500]. Badania spółek giełdowych w Polsce w latach 1998-2008 wskazują na występowanie ponadprzeciętnych długoterminowych stóp zwrotu po skupach akcji własnych. Stwierdzono występowanie anormalnych stóp zwrotu głównie w ciągu roku po ogłoszeniu nabycia akcji [Szyszka, Zaremba 2011, s. 512-525]. Natomiast analogiczny efekt na rynku amerykańskim był odnotowywany w okresie do 3 lat po wykupie akcji własnych [Ikenberry, Lakonishok, Vermaelen 1995, s. 181-208].

Próby wyjaśnienia efektów skupu akcji są podejmowane z perspektywy efektywności rynku bądź z perspektywy finansów behawioralnych. Dodatkowo, wysokie stopy zwrotu po skupie akcji własnych mogą bowiem wynikać ze wzrostu poziomu ryzyka, gdyż operacje *buy-back* prowadzą do obniżenia poziomu kapitału własnego, a w konsekwencji powodują wzrost poziomu zadłużenia i ryzyka finansowego. Na gruncie hipotezy efektywnego rynku wyższe stopy zwrotu spółek skupujących akcje mogą stanowić rekompensatę za wyższy poziom ponoszonego ryzyka. Natomiast przedstawiciele szkoły finansów behawioralnych traktują efekty wykupu akcji jako anomalię i poszukują jej przyczyn w nieefektywności rynku i nieracjonalnych zachowaniach jego uczestników. Długoterminowe ponadprzeciętne stopy zwrotu są interpretowane jako korekta znacznego niedowartościowania akcji spółki, występującego w okresie kilku miesięcy poprzedzających wykup akcji [Szyszka, Zaremba 2011, s. 512-525].

Wykup akcji własnych przez spółkę może być realizowany głównie na wolnym rynku lub poprzez złożenie akcjonariuszom oferty nabycia ich akcji po uzgodnionej cenie (tab. 2). Wykup akcji na wolnym rynku charakteryzuje się dużą elastycznością, zarząd ma bowiem możliwość swobodnego kształtowania skali i czasu trwania programu. Złożenie akcjonariuszom oferty zakupu ich akcji po uzgodnionej cenie umożliwi osiągnięcie w krótkim okresie zamierzonych rezultatów, wyrażonych odsetkiem wykupionych akcji. W przypadku tzw. aukcji holenderskiej – podczas ustalania ceny wykupu akcji – uwzględnia się propozycje akcjonariuszy dotyczące akceptowanej przez nich ceny wykupu. Informacje te porządkuje się od najniższej

Tabela 1. Motywy wykupu akcji własnych przez spółki giełdowe

Motyw wykupu akcji własnych	Przewidywane konsekwencje wykupu akcji własnych
Brak projektów inwestycyjnych kreujących wartość	Nadwyżka gotówki, dla której menedżerowie nie znajdują zastosowania w postaci inwestycji kreujących wartość, może być zagospodarowana poprzez przekazanie jej akcjonariuszom uczestniczącym w programie wykupu akcji. W przypadku przejściowego charakteru nadwyżek gotówki wykup akcji własnych stanowi – z perspektywy interesów spółki – korzystniejszą formę jej przekazania akcjonariuszom niż wypłata dywidendy gotówkowej, w przypadku której akcjonariusze oczekują jej powtarzalności w kolejnych latach.
Właściwości sygnalizacyjne wykupów akcji	Informacje o decyzji wykupu akcji własnych stanowią pozytywny sygnał dla akcjonariuszy, ponieważ decyzja ta często wynika z przekonania zarządu o niedowartościowaniu akcji. Wykup akcji – o zaniżonej ich cenie względem „wartości godziwej” – powoduje zazwyczaj znaczący wzrost cen akcji spółki.
Podniesienie zysku na jedną akcję (EPS) i ceny rynkowej akcji	Zmniejszenie nadwyżki akcji na giełdzie może prowadzić do wzrostu ich cen. W rezultacie wykupu akcji wzrasta udział długu w strukturze kapitału, co powoduje wzrost zysku w przeliczeniu na jedną akcję. Jednak wzrost zadłużenia wiąże się ze wzrostem skali ryzyka ponoszonego przez akcjonariuszy i wzrostem kosztu kapitału własnego. W rezultacie wzrostowi EPS może towarzyszyć spadek wartości rynkowej akcji zamiast oczekiwanego wzrostu ich wartości.
Korzyści podatkowe	Wykup akcji może stanowić korzystną – pod względem podatkowym – formę przekazania akcjonariuszom gotówki. Zależy to od opodatkowania dochodów z akcji w postaci zysków kapitałowych w porównaniu z opodatkowaniem dywidend.
Obrona przed wrogim przejęciem	Formą obrony spółki przed wrogim przejęciem jest m.in. wykup akcji od akcjonariuszy, którzy wyceniają je relatywnie nisko. Taka transakcja może być sfinansowana za pomocą zaciągniętego w tym celu długu, co prowadzi do obniżenia atrakcyjności przejęcia spółki.
Redukcja kosztów agencji	Przeznaczenie wolnej gotówki na wykup akcji własnych pozwala na obniżenie tzw. kosztów agencji. Następuje ograniczenie gotówki będącej do dyspozycji menedżerów, wykazujących często skłonność do rozbudowy tzw. biznesowego imperium bez względu na konsekwencje dla wartości spółki i bogactwa jej akcjonariuszy.
Zmiana struktury kapitałów	Odkupienie akcji może być stosowane, gdy zarząd chce zwiększyć udział kapitału obcego w finansowaniu działalności spółki i korzystać z efektów dźwigni finansowej. Oplacalność zwiększania dźwigni finansowej może być zróżnicowana, w zależności od dotychczasowego zakresu korzystania z niej oraz od kształtowania się relacji między dodatkowymi zyskami (wynikającymi z tarczy podatkowej) a dodatkowym ryzykiem.
Zmiana struktury własnościowej	Wykup akcji umożliwia zmianę układu sił w akcjonariacie i wyeliminowanie niewygodnych akcjonariuszy. Konsolidacja własności może także stanowić formę obrony przed wrogim przejęciem.
Efektywna alokacja kapitału	Przekazanie gotówki akcjonariuszom umożliwia zagospodarowanie jej przez rynek kapitałowy, często w sposób bardziej efektywny, niż uczyniliby to menedżerowie spółki w sytuacji braku możliwości realizacji projektów o dodatnim NPV.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: A. Cwynar, W. Cwynar, *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Wyd. Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania z siedzibą w Rzeszowie, Warszawa-Rzeszów 2007, s. 199-205; A. Szablewski, *Dywidenda i wykup akcji*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2007, nr 2, s. 59-67; A. Rutkowski, *Czy warto dokonywać wykupu własnych akcji*, „Biuletyn Rachunkowości i Finansów” 2007, nr 17, s. 80-81.

Tabela 2. Metody wykupu akcji własnych przez spółki

Wyszczególnienie	Metoda wykupu akcji własnych przez spółki		
	Wykup na wolnym rynku	Złożenie akcjonariuszom oferty zakupu ich akcji po uzgodnionej cenie	
		Oferta wykupu po stałej cenie	Tzw. aukcja holenderska
Istota i etapy metody wykupu akcji własnych	Odkupienie akcji na giełdzie od akcjonariuszy decydujących się na ich sprzedaż po obowiązującej wówczas cenie rynkowej.	1. Ustalenie i ogłoszenie przez spółkę oferowanej ceny wykupu, liczby akcji przewidzianych do wykupienia i czasu trwania programu. 2. Rozpoczęcie zapisów akcjonariuszy gotowych sprzedać akcje.	1. Zebranie od akcjonariuszy informacji o możliwych do zaakceptowania cenach. 2. Ustalenie i ogłoszenie przez spółkę oferowanej ceny wykupu.
Czas trwania i rezultaty programu wykupu akcji	Długi okres trwania, a małe rezultaty, wyrażone odsetkiem wykupionych akcji.	Przeprowadzenie w stosunkowo krótkim czasie transakcji o relatywnie dużych rozmiarach.	
Cena wykupu akcji	Cena rynkowa.	Cena wyższa od ceny rynkowej, przy czym na rynku amerykańskim różnica ta wynosi zazwyczaj około 20%.	
Przeciętne rozmiary programu i wartość środków przekazanych akcjonariuszom na rynku amerykańskim	Najczęściej 5% akcji spółki. Około 91% sumy środków zaoferowanych w ramach trzech typów programów.	Najczęściej 15% akcji spółki. Około 9% sumy środków zaoferowanych w ramach trzech typów programów.	

Źródło: opracowanie własne na podstawie: A. Cwynar, W. Cwynar, *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Wyd. Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania z siedzibą w Rzeszowie, Warszawa-Rzeszów 2007, s. 198; T. Słoński, B. Zawadzki, *Analiza wpływu wykupu akcji na wartość spółek giełdowych w latach 2005-2010*, [w:] *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Rynek finansowy*, red. K. Jajuga, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 174, Wydawnictwo UE, Wrocław 2011, s. 488-500.

do najwyższej ceny. Kryterium to stanowi podstawę do stopniowego kumulowania liczby akcji przewidzianych w programie wykupu akcji. Cena akcji, przy której nastąpi wyczerpanie limitu akcji, jest przyjmowana jako cena wykupu akcji własnych w danym programie [Cwynar, Cwynar 2007, s. 198].

3. Przesłanki wyboru formy dystrybucji wartości dla akcjonariuszy

Wśród czynników determinujących wybór formy dystrybucji wartości dla akcjonariuszy (tab. 3) należy wymienić stopień stabilności zysków danej spółki i trwałość zmian w zakresie zyskowości. Wykup akcji własnych może być stosowany przez

spółki osiągające sporadycznie wysokie zyski. Nadmiar gotówki może być przekazany akcjonariuszom uczestniczącym w programie wykupu akcji danej spółki. Natomiast wypłaty dywidend gotówkowych są stosowane przede wszystkim przez spółki osiągające powtarzające się w kolejnych latach wysokie zyski. Wynika to z powszechnych oczekiwań akcjonariuszy co do stabilności dywidend gotówkowych. Wykup akcji własnych przez spółki – jako forma dystrybucji wartości dla akcjonariuszy – charakteryzuje się wysoką elastycznością dla spółek, w przeciwieństwie do dywidend gotówkowych. Elastyczność ta dotyczy również możliwości rezygnacji z nich w przyszłości w przypadku konieczności sfinansowania projektów inwestycyjnych. Natomiast ograniczenie lub rezygnacja z wypłat dywidend, zwłaszcza wysokich, są źle postrzegane przez akcjonariuszy.

Tabela 3. Porównanie wykupu akcji własnych i dywidendy gotówkowej

Wyszczególnienie	Wykup akcji własnych	Dywidenda gotówkowa
Charakter zysków stanowiących przesłankę do zastosowania danej formy dystrybucji wartości dla akcjonariuszy	Nadzwyczajne, niestabilne, nieprzewidywalne	Stabilne, przewidywalne
Przesłanki podejmowania decyzji o wyborze formy dystrybucji wartości dla akcjonariuszy	Niskie wyceny akcji przez rynek kapitałowy	Wzrost zysków
Docelowa grupa akcjonariuszy	Zainteresowani akcjonariusze	Wszyscy akcjonariusze
Powtarzalność w kolejnych latach	Mała	Duża
Wpływ na zmianę liczby akcji spółki w obrocie	Tak	Nie
Wpływ na zmianę struktury własnościowej	Tak	Nie
Stopień elastyczności w zakresie realizacji przez spółkę	Duży	Mały
Stopień zobowiązania zarządu do zapewnienia wyższych wyników finansowych w przyszłości	Mały	Duży
Stopień oczekiwań akcjonariuszy co do kontynuowania w przyszłości danej formy dystrybucji wartości	Mały	Duży
Możliwość stosowania w przypadku przejściowej, nietrwalej poprawy wyników finansowych spółki	Tak	Nie
Wykorzystanie do sygnalizowania przekonania zarządu o niedowartościowaniu akcji	Tak	Nie

Źródło: opracowanie własne na podstawie: A. Cwynar, W. Cwynar, *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Wyd. Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania z siedzibą w Rzeszowie, Warszawa–Rzeszów 2007, s. 196-197; A. Szablewski, *Strategie zwrotu gotówki do właścicieli*, [w:] *Strategia Lizbońska a zarządzanie wartością*, red. L. Pawłowicz, CeDeWu, Warszawa 2006, s. 422-438.

Zakres stosowania poszczególnych form dystrybucji wartości dla akcjonariuszy zależy w dużym stopniu od uregulowań prawnych oraz od sytuacji na rynku kapitałowym. Przykładowo, zmiany wprowadzone w 2008 r. [Ustawa... 2008]

znacznie poszerzyły możliwości nabywania akcji własnych przez spółki publiczne w Polsce, m.in. w celu likwidowania bieżących nadwyżek pieniężnych. Łączna wartość nominalna nabytych akcji nie może przekraczać 20% kapitału zakładowego. Źródłem finansowania nabycia akcji własnych jest fundusz rezerwowy utworzony ze środków przeznaczonych do podziału [Kowerski 2011, s. 38-55].

Decyzje co do wyboru formy dystrybucji wartości są uzależnione m.in. od preferencji akcjonariuszy. Znaczący akcjonariusze tworzący struktury własnościowe spółek są bowiem zróżnicowani pod względem preferowanej formy korzyści finansowych, tj. dywidend bądź zysków kapitałowych ze sprzedaży akcji [Szewc-Rogalska 2012, s. 255]. W przypadku realizacji przez spółkę programu wykupu akcji własnych akcjonariusze mają możliwość wyboru, tzn. mogą sprzedać akcje albo je zatrzymać. Jednakże ta forma dystrybucji wartości może mieć pewne negatywne konsekwencje dla akcjonariuszy. Cena akcji może być mniej korzystna niż w przypadku wypłacenia przez spółkę dywidend gotówkowych albo może być ukształtowana na zbyt wysokim poziomie, co naraża pozostałych akcjonariuszy na straty. Nabywanie przez spółkę akcji własnych jest zwykle mniej pewne niż wypłaty dywidend gotówkowych. Akcjonariusze sprzedający swoje akcje mogą nie być w pełni świadomi wszystkich skutków odkupienia bądź mogą nie posiadać wszystkich istotnych informacji o bieżącej i przyszłej działalności przedsiębiorstwa [Duraj 2002, s. 68].

Obserwacje największego rynku kapitałowego, czyli Stanów Zjednoczonych, wskazują na rosnące – od początku lat 90. XX wieku – znaczenie zwrotu gotówki dla akcjonariuszy w formie wykupu akcji własnych [Szablewski 2006, s. 422-438]. W latach 1984-2000 wartość nabywanych akcji własnych w Stanach Zjednoczonych wynosiła średnio 57,7% wartości dywidend, a w 2000 r. osiągnęła 113% wartości wypłacanych dywidend [Grullon, Michaely 2002, s. 1649-1684]. W kolejnych latach, tj. 2001-2005, występowała trwałość tendencji w zakresie przewagi wartości nabywanych akcji własnych nad wartością wypłaconych dywidend. W 2005 r. wskaźnik ten wynosił 125,6% [Denis, Stepanyan 2009, s. 55-70].

W Polsce proces ten zainicjowały fundusze *venture capital*. Przykładowo, fundusze Enterprise Investors uczestniczyły w podwyższeniu wartości spółki Polfa Kutno SA, która – w wyniku skutecznej restrukturyzacji – przeprowadziła w latach 1999-2000 trzykrotnie transakcje wykupu akcji własnych celem ich umorzenia [Panfil 2004, s. 305-348]. Na rynku kapitałowym w Polsce wartość transakcji wykupów akcji systematycznie wzrastała w latach 2000-2004 [Rutkowski 2005, s. 34]. W latach 1997-2007 zaledwie od 2,2% do 8,1% spółek giełdowych w Polsce odkupywało akcje własne celem umorzenia. Najwyższy odsetek (8,1%) odnotowano w 2003 r., a w następnych latach obserwowano tendencję malejącą w zakresie operacji *buy-back* [Pieloch 2008, s. 177-187]. Wyraźny wzrost zainteresowania spółek wykupem akcji własnych odnotowano w latach 2008-2009 [Słoński, Zawadzki 2011, s. 488-500]. W 2008 r. liczba ogłoszonych wykupów akcji własnych wynosiła 47

i była 4,7-krotnie wyższa niż w 2007 r., w 2009 zaś była prawie 3-krotnie wyższa niż w 2007 r.

W odniesieniu do rynku amerykańskiego przeważają opinie, że wypłaty dywidend gotówkowych jako forma dystrybucji wartości dla akcjonariuszy będą stopniowo wypierane przez transfer wartości w ramach programów nabycia akcji własnych przez spółki [Kowerski 2011, s. 38-55]. Natomiast na rynku kapitałowym w Polsce będą jedynie jej uzupełnieniem, chociaż w różnym czasie i na różnych etapach rozwojowych spółki mogą stać się dominującą formą dystrybucji wartości dla akcjonariuszy [Szablewski 2005, s. 85].

Z badań na polskim rynku giełdowym [Horbaczewska 2012, s. 124-143, 217-237] wynika, że w strukturze środków przekazanych akcjonariuszom przez analizowane spółki¹ w latach 2003-2010 ok. 95,7% stanowiły dywidendy, a 4,3% – wypłaty zrealizowane w formie nabycia akcji własnych. Programy wykupu akcji własnych realizowane były m.in. przez takie spółki jak: AGORA (2005 r. i lata 2008-2009), APATOR (2003 r. i lata 2008-2009), PGF (lata 2007-2008 i 2010 r.), TP SA (lata 2007-2008). Spółki APATOR i TP SA w każdym roku badanego okresu wypłacały dywidendę, a także dodatkowo w niektórych latach nabywały akcje własne. Natomiast spółki AGORA i PGF wykazywały duże zróżnicowanie w zakresie stosowanych form dystrybucji wartości na rzecz akcjonariuszy, począwszy od braku jakichkolwiek wypłat, poprzez wypłaty dywidend albo wykup akcji własnych, a skończywszy na wypłacie dywidend połączonej z nabyciem akcji własnych. Przebiegający udział środków przeznaczonych na wykup akcji własnych w strukturze środków wytransferowanych na rzecz akcjonariuszy w całym badanym okresie wahał się od 1,7% (APATOR) do 52,3% (AGORA). W spółkach TP SA i PGF udział ten wynosił odpowiednio: 12,1% oraz 14,1%.

4. Ustalenia i wnioski

Z podjętej analizy uwarunkowań stosowania wykupów akcji własnych przez spółki giełdowe jako formy dystrybucji wartości dla akcjonariuszy, szczególnie w okresie niekorzystnej koniunktury na rynku kapitałowym, wynikają następujące ustalenia i wnioski:

Decyzje o ogłoszeniu wykupu akcji własnych podejmowane w warunkach znacznego niedoszacowania cen akcji posiadają zwykle pozytywną wartość informacyjną dla akcjonariuszy i powodują zazwyczaj wyraźny długookresowy wzrost cen akcji, zwłaszcza w przypadku spółek o wysokiej kapitalizacji.

Wykupy akcji własnych należy postrzegać nie tylko jako formę transferu wartości dla akcjonariuszy, ale także jako instrument optymalizacji struktury kapitału, kształtowania struktury własnościowej i obrony przed wrogimi przejęciami. Na rozwiniętych rynkach kapitałowych transfer wartości dla akcjonariuszy poprzez wykup

¹ 21 spółek obecnych w indeksach giełdowych (głównie WIG20 i mWIG40) w latach 2003-2010.

przez spółki akcji własnych jest stosowany w podobnym zakresie jak wypłaty dywidend gotówkowych.

Decyzje co do wyboru formy dystrybucji wartości dla akcjonariuszy powinny uwzględniać odmienne uwarunkowania ich realizacji i odmienne konsekwencje dla spółki oraz akcjonariuszy. W przypadku niekorzystnej koniunktury na rynku kapitałowym bardziej uzasadniona jest dystrybucja wartości dla akcjonariuszy w formie programu nabycia akcji własnych przez spółki niż wypłata dywidend gotówkowych.

Udział wykupów akcji własnych w transferze wartości dla akcjonariuszy na polskim rynku giełdowym wynosi zazwyczaj kilka procent, ale jego znaczenie wyraźnie wzrasta w okresie zawirowań na rynku kapitałowym. Występowanie spółek przekazujących w tej formie od 12% do 52% całości środków wytransferowanych na rzecz akcjonariuszy (m.in. AGORA, TP SA i PGF) wskazuje na dostrzeżenie przez zarządy korzyści wynikających z operacji *buy-back*. Niekorzystna koniunktura giełdowa stanowi istotną przesłankę, skłaniającą spółki do stosowania wykupu akcji własnych, będącego nie tylko formą dystrybucji wartości dla akcjonariuszy, ale również stwarzającego szansę wzrostu cen rynkowych akcji.

Literatura

- Cwynar A., Cwynar W., *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Polska Akademia Rachunkowości, Wyd. Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania z siedzibą w Rzeszowie, Warszawa-Rzeszów 2007.
- Denis D., Stepanyan G., *Factors influencing dividends*, [w:] *Dividends and Dividend Policy*, red. H.K. Baker, John Wiley&Sons Inc., Hoboken 2009.
- Duraj A.N., *Czynniki realizacji polityki wypłat dywidendy przez publiczne spółki akcyjne*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- Grullon G., Michaely G., *Dividends, share repurchases and the substitution hypothesis*, „The Journal of Finance” 2002, vol. 57, no. 4.
- Horbaczewska B., *Wypłaty dla akcjonariuszy a wycena akcji na rynku kapitałowym*, CeDeWu.pl, Warszawa 2012.
- Ikenberry D., Lakonishok J., Vermaelen T., *Market underreaction to open market share repurchases*, „Journal of Financial Economics” 1995, vol. 39, no. 2-3.
- Kowerski M., *Nabycie akcji własnych jako forma wypłaty na rzecz akcjonariuszy*, „e-Finanse” 2011, vol. 7, nr 4.
- Panfil M., *Budowanie wartości spółki przez fundusze venture capital i private equity*, [w:] *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, red. A. Szablewski, R. Tuzimek, Poltext, Warszawa 2004.
- Peyer U., Vermaelen T., *The nature and persistence of buyback anomalies*, „Review of Financial Studies” 2009, vol. 22, no. 4.
- Pieloch A., *Analiza wykupu akcji własnych w publicznych spółkach akcyjnych notowanych na GPW w Warszawie*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 9, Wydawnictwo AE, Wrocław 2008.
- Rutkowski A., *Czy warto dokonywać wykupu własnych akcji*, „Biuletyn Rachunkowości i Finansów” 2007, nr 17.
- Rutkowski A., *Decyzje o wykupie akcji własnych*, „Przegląd Organizacji” 2005, nr 10.

- Słoński T., Zawadzki B., *Analiza wpływu wykupu akcji na wartość spółek giełdowych w latach 2005-2010*, [w:] *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Rynek finansowy*, red. K. Jajuga, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 174, Wydawnictwo UE, Wrocław 2011.
- Szablewski A., *Dywidenda i wykup akcji*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2007, nr 2.
- Szablewski A., *Strategie zwrotu gotówki do właścicieli*, [w:] *Strategia Lizbońska a zarządzanie wartością*, red. L. Pawłowicz, CeDeWu, Warszawa 2006.
- Szablewski A., *Wykup akcji własnych alternatywą dywidendy pieniężnej*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa” 2005, nr 11.
- Szewe-Rogalska A., *Wpływ struktur własnościowych spółek giełdowych na kreację wartości dla akcjonariuszy*, Wyd. Uniwersytetu Rzeszowskiego, Rzeszów 2012.
- Szyska A., Zaremba A., *Długoterminowe stopy zwrotu po ogłoszeniu skupu akcji własnych*, [w:] *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Rynek finansowy*, red. K. Jajuga, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 174, Wydawnictwo UE, Wrocław 2011.
- Ustawa z dnia 13 czerwca 2008 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych, DzU 2008, nr 118, poz. 747.

SHARE REPURCHASE BY PUBLICLY LISTED COMPANIES AS A FORM OF VALUE DISTRIBUTION FOR SHAREHOLDERS

Summary: This study aims to analyse the conditions for application of share repurchase by publicly listed companies as a form of value distribution for shareholders. This problem is particularly relevant in a period of adverse situations on the capital market. The announcement of repurchase of undervalued own shares by companies usually causes an increase in share prices in the long-term perspective. Buy-back operations also contribute to the optimisation of the capital structure and development of the ownership structure as well as protection against hostile takeovers. The implementation circumstances and the economic follow-ups are different in the case of cash dividend payments and share repurchase by publicly listed companies.

Keywords: share repurchase, shareholder value.