

**Jacek Uchman**

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

---

**TEORETYCZNE I REGULACYJNE ASPEKTY ODKUPU  
WŁASNYCH AKCJI PRZEZ SPÓŁKI**

---

**Streszczenie:** Opracowanie przedstawia wybrane problemy teoretyczne dotyczące odkupu własnych akcji przez spółki akcyjne. Szczególnie ważne jest, czy odkup własnych akcji wpływa na ceny akcji i wartość firmy. Artykuł rozpatruje również prawne aspekty zagadnienia.

**Słowa kluczowe:** odkup własnych akcji, podział zysku, decyzje finansowe, dywidendy.

Najbardziej popularną, a jednocześnie najlepiej opisaną w literaturze przedmiotu i najbardziej dokładnie uregulowaną przez przepisy prawne formą transferu dochodów między akcjonariuszy spółki akcyjnej są dywidendy. Są one podstawowym sposobem wynagradzania dawców kapitału za środki oddawane do dyspozycji spółki. Jednakże stosuje się także inne rozwiązania wynagradzania dawców kapitału. Drogą gratyfikacji może być wiele, przy czym ich ekonomiczny sens jest zbliżony. W państwach zachodnich spotyka się następujące formy świadczeń na rzecz akcjonariuszy krajowych<sup>1</sup>:

- 1) dywidendy gotówkowe,
- 2) odkupywanie własnych akcji przez spółki (*stock repurchase, buy back*),
- 3) dywidendy w postaci nowych darmowych akcji wydawanych dotychczasowym akcjonariuszom (*stock dividends*),
- 4) dzielenie akcji (*stock splits*),
- 5) prawo poboru,
- 6) plany reinwestowania dywidend (*DRIP*),
- 7) świadczenia rzeczowe w małych spółkach,
- 8) płatności odsetek powodujące tzw. niedostateczną kapitalizację (*thin capitalization*), w części państw traktowaną jako działalność zabronioną; występują one najczęściej przy transferach dochodów w skali międzynarodowej.

---

<sup>1</sup> Podział świadczeń na rzecz akcjonariuszy może być bardziej usystematyzowany. Wyczerpanie różnych form świadczeń, w tym także dosyć nietypowych, występują w wielu opracowaniach dotyczących wypłat na rzecz akcjonariuszy. W literaturze polskiej np. [Sierpińska, Paliwoda 2001, s. 79].

Zróźnicowanie metod transferu dochodów wynika z wielu powodów. Część z nich ma swoje źródło w sytuacji ekonomicznej spółek. Inne zaś w funkcjonowaniu systemu prawnego w danym kraju. Wśród czynników prawno-finansowych znaczną rolę może odgrywać funkcjonowanie systemu podatkowego, a zwłaszcza jego specyficzne rozstrzygnięcia w sferze podatków dochodowych. Coraz bardziej rozpowszechnioną formą transferu dochodów na rzecz akcjonariuszy jest odkup własnych akcji (*buy back*).

Odkup własnych akcji przez spółki jest dość powszechnie występującą formą świadczeń na rzecz akcjonariuszy, zastępującą wypłaty dywidend, i w ostatniej dekadzie jej popularność wzrasta. W USA wysokość tych płatności jest znacznym odsetkiem płatności dywidend<sup>2</sup>. Skala tego wzrostu w gospodarce USA stała się jednym z kilku czynników powodujących również zwiększenie zainteresowania tymi operacjami w Europie. Wcześniej w wielu krajach europejskich istniały różne bariery prawne utrudniające wykup własnych akcji, ale stopniowo niwelowano je w ciągu kilku ostatnich lat. U podstaw częstszego dokonywania tych operacji leżą pojawiające się wraz z nimi możliwości.

Odkupywanie akcji własnych przez spółki może być traktowane jako instrument, który chroni przed przejęciem atrakcyjnych spółek giełdowych przez konkurentów. Jeśli firmy nie będą odpowiednio wynagradzać akcjonariuszy, wtedy mogą być przechwytywane przez konkurencję krajową i zagraniczną. Zastosowanie nabycia własnych akcji to niebezpieczeństwo ogranicza. Odkup własnych akcji jest także sposobem kształtowania źródeł finansowania firmy, jeżeli dochodzi do odkupu własnych akcji w celu ich umorzenia. Sytuacja taka może powodować zmiany struktury kapitału, zwiększając udział długu w źródłach finansowania. Odkupy mogą być także traktowane jako sygnał dla akcjonariuszy, że firma jest w dobrej sytuacji finansowej, zwłaszcza jeżeli chce dokonać odkupu własnych akcji powyżej ceny rynkowej. W przypadku zakupu gotówkowego mogą pojawiać się z tej operacji korzyści polegające na wzroście EPS i DPS. Korzyści te mają miejsce w sytuacji, gdy akcje zostają rzeczywiście umorzone. Jednak korzyści te są czasem określane jako iluzoryczne. Wzrost ten jest bowiem okupiony wzrostem ryzyka.

Ponadto, aby akcjonariusze osiągnęli korzyści podatkowe, spółki kupują akcje po cenach wyższych niż rynkowe, co jest bardziej atrakcyjne dla akcjonariuszy o niższych dochodach i może prowadzić do transferu dochodów od akcjonariuszy pozostających w spółce do sprzedających akcje. Ten argument zakłada, że dochody ze sprzedaży akcji są łączone z pozostałymi dochodami spółki i opodatkowane raczej progresywnie<sup>3</sup>.

W ślad za efektami w postaci wzrostu wskaźników finansowych pojawiają się spekulacje, czy odkup może prowadzić do wzrostu ceny rynkowej akcji spółki.

---

<sup>2</sup> W latach 1999 i 2000 skala odkupu własnych akcji przez spółki w USA po raz pierwszy zrównała się z wysokością wypłacanych dywidend. Wcześniej te wielkości były znacznie mniejsze [Damodaran 2010, s. 549].

<sup>3</sup> Taką argumentację przedstawia L. Dann [1986, s. 126].

Na gruncie teoretycznym brak w tym zakresie jednoznacznych rozstrzygnięć (problem ten zostanie rozwinięty na dalszych stronach opracowania). Niektórzy autorzy uznają, że takie działania mogą prowadzić do powstrzymania spadku wartości firmy w okresach kryzysów finansowych w sytuacji, gdy czynniki fundamentalne nie przemawiały za takim spadkiem [Damodaran 2010, s. 551]. Uznaje się, że jednym z ważniejszych motywów dokonywania tych transakcji są korzyści podatkowe, czyli zakwalifikowanie dochodów akcjonariusza z tej transakcji jako zysków kapitałowych do celów podatkowych<sup>4</sup>.

W odniesieniu do warunków polskich trzeba podkreślić dosyć ważną cechę odkupu własnych akcji. Mianowicie jest to działanie pasujące do polskich realiów. Odkup charakteryzuje nieregularność i sporadyczność. Również liczne polskie spółki nie prowadzą długookresowej i przemyślanej polityki dywidend, kształtowanej dla długiego okresu i uwzględniającej interesy swoich akcjonariuszy (w tym zwłaszcza akcjonariatu mniejszościowego). Decyzje w tym zakresie są podejmowane doraźnie, w dużym stopniu w kontekście istniejących warunków rynkowych i przy uwzględnieniu możliwości inwestycyjnych spółek.

Odkup własnych akcji przez spółki akcyjne w Polsce jest możliwy w wyjątkowych sytuacjach. Spółka może nabywać własne akcje, jeżeli mają one ulec umorzeniu. Umorzenie może być dobrowolne lub przymusowe. W przypadku klasycznego buy backu umorzenie ma charakter dobrowolny. Następnie, spółka może nabyć własne akcje celem zapobieżenia określonej szkodzi albo by zaoferować je pracownikom lub osobom, które były zatrudnione w spółce przez ostatnie trzy lata. W dwóch ostatnich przypadkach spółka może nabyć własne akcje, jeśli zostaną spełnione jednocześnie następujące warunki: nabyte akcje zostały w pełni pokryte, całkowita wartość nominalna nabytych akcji nie przekracza 20% kapitału zakładowego spółki (początkowo limit wynosił 10% kapitału zakładowego spółki) oraz jeżeli spółka utworzyła na ten cel kapitał rezerwowy w wysokości odpowiadającej co najmniej cenie zakupu akcji własnych, bez pomniejszenia kapitału zakładowego zwiększonego o obowiązkowe kapitały, które zgodnie z kodeksem lub statutem spółki nie mogą być wypłacane akcjonariuszom<sup>5</sup>. Spółka może również zakupić je w celu dalszej ich odsprzedaży, jeżeli operacji tych dokonuje instytucja finansowa. Spółka publiczna może także nabyć własne akcje, jeżeli musi wypełnić zobowiązania wynikające z instrumentów dłużnych zamiennych na akcje<sup>6</sup>.

---

<sup>4</sup> Zarówno odkup własnych akcji, jak i dywidendy w postaci nowych akcji zwykłych w USA miały swoją genezę w próbie złagodzenia skutków podatkowych. Rozdawanie nowych akcji mogłoby wynikać także z braku wolnych środków na wypłaty w przedsiębiorstwie. Emisja nowych, darmowych akcji w tej formie mogłaby również poprawić płynność akcji spółek o wysokich cenach. Por. [Glen i in., 1995, s. 9].

<sup>5</sup> Art. 360, 361, 362 KSH. Oznacza to, że spółka musiała mieć zyski odkładane na kapitał rezerwowy.

<sup>6</sup> Lista ta jest niekompletna. Szczególnie ciekawa jest występująca od października 2008 r. w KSH możliwość nabywania akcji własnych na podstawie uchwały upoważniającej, podjętej przez walne zgromadzenie akcjonariuszy. Upoważnienie to daje kierownictwom spółek sporą swobodę w zakresie

Umorzenie akcji wymaga obniżenia kapitału zakładowego. Kiedy umorzenie wiąże się z trwałym obniżeniem kapitału zakładowego, wtedy pozostały kapitał zakładowy odpowiada sumie wartości nominalnej pozostałych akcji. Takie umorzenie akcji wymaga uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy i wniesienia odpowiednich zmian do statutu, oraz publicznego ogłoszenia uchwalonego obniżenia, bądź też uregulowania zobowiązań spółki<sup>7</sup>. W zamian za umorzone akcje mogą być wydawane świadectwa użytkowe bez określonej wartości nominalnej, które między innymi mogą dawać uprawnienia do dywidendy. Na gruncie obowiązującego do 2000 roku kodeksu handlowego, a także kodeksu spółek handlowych przed zmianami, odkupu własnych akcji nie można było uznać za operację, która dawała spółce dużą swobodę w zakresie możliwości posiadania wykupionych akcji, czy też ich rozdysponowania.

Po podjęciu decyzji dotyczącej odkupu trzeba rozstrzygnąć, w jakiej formie ten odkup ma być przeprowadzony. Technika odkupu może mieć znaczenie dla sprawności przebiegu odkupu, a także dla potencjalnych korzyści, które mogą osiągnąć akcjonariusze spółki odsprzedając spółce swoje akcje. Odkup może przebiegać w drodze publicznego wezwania akcjonariuszy do sprzedaży akcji, a także może polegać na kupowaniu przez spółkę akcji przez giełdę, w tempie dostosowanym do możliwości i planów spółki. Wezwanie do odkupu jest zapewne korzystniejsze dla akcjonariuszy, ponieważ mogą zapoznać się ze szczegółowymi warunkami odkupu akcji. Wezwanie do odkupu jest formą kosztowniejszą, jest związane z pośrednictwem domu maklerskiego i jest najczęściej – z dodatkowymi płatnościami spółki. Innymi słowy, spółka może dokonywać odkupu akcji samodzielnie, a może także korzystać z pomocy biura maklerskiego, co jest najczęściej praktykowane.

W przypadku odkupu własnych akcji sporą zachętą dla akcjonariuszy miałyby być wysokie ceny odkupu. Jednak w warunkach polskich, zgodnie z regulacjami europejskimi, jeżeli odkup ma miejsce, to cena odkupu nie może przekraczać ostatniej ceny z niezależnego obrotu i najwyższej bieżącej oferty zakupu tych akcji<sup>8</sup>. Tak więc motyw ceny okazyjnej dla akcjonariuszy jest mało prawdopodobny w przypadku uwzględnienia polskich regulacji prawnych.

W USA w rozważaniach dotyczących odkupu własnych akcji eksponowano motyw podatkowy tego odkupu [Damodaran 2010, s. 551]<sup>9</sup>. Dochody akcjonariusza

---

podjmowania decyzji o wykupie własnych akcji. Może być ono udzielone na okres do 5 lat. Art. 362, §1, pkt. 8 KSH.

<sup>7</sup> Wierzycieli nie wzywa się do wniesienia sprzeciwu, kiedy spółka umarza w tym celu właśnie nabyte własne akcje, gdy umorzenie jest dokonywane bez świadczeń na rzecz akcjonariuszy, a także jeśli wynagrodzenie ma być wypłacane z zysku spółki. W tej sytuacji dla dokonania umorzenia wystarczy tylko uchwała zarządu w formie aktu notarialnego.

<sup>8</sup> Wynika to z art. 5.1 Rozporządzenia Komisji (WE) Nr 2273/2003 z dnia 22 grudnia 2003 r. wykonującego Dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zwolnień dla programów odkupu i stabilizacji instrumentów finansowych.

<sup>9</sup> Motyw podatkowy odkupu wynika jednak nie tylko z wyższego opodatkowania dywidend, ale także z występowania podwójnego opodatkowania dochodów wypłacalnych w postaci dywidend.

z odkupu nie były traktowane jako dywidendy i korzystały z niższego opodatkowania, przysługującego zyskom kapitałowemu. W warunkach polskiego systemu podatkowego nie ma zbyt wielkich różnic w opodatkowaniu podatkiem dochodowym od osób fizycznych dochodów akcjonariusza w sytuacji, gdy otrzymuje on dywidendę gotówkową, i w sytuacji, gdy odsprzedaje spółce swoje akcje. Opodatkowanie jest według takiej samej stawki<sup>10</sup>. Natomiast poważne kłopoty z odprowadzeniem podatku od dochodów akcjonariuszy ze sprzedaży własnych akcji spółce miały dotychczas spółki, na których jako na płatnikach, ciążył obowiązek naliczenia i odprowadzenia tego podatku. Miało to miejsce zwłaszcza w sytuacji, gdy sprzedaż była dokonywana bez pośrednictwa domu maklerskiego i brak było danych akcjonariuszy, którzy sprzedali swoje akcje.

Odkup własnych akcji przez spółki notowane na GPW nabrał szczególnego znaczenia w roku 2008 i w latach następnych, kiedy wśród zarządów spółek giełdowych zaczęło panować przekonanie o niskiej wycenie rynkowej akcji w porównaniu z ich wartością księgową. Firmy te dysponowały również znacznymi zasobami gotówkowymi, które mogły i chciały przeznaczyć na wykup. Decyzjom tym sprzyjała również niepewność dotycząca kształtowania się sytuacji gospodarczej i poziomu popytu w gospodarce. Znaczne ułatwienie stanowiły też zmiany legislacyjne w kodeksie spółek handlowych, które rozszerzyły zakres odkupu i umożliwiły przeprowadzanie go w większym zakresie.

Rzeczywistą skalę buy backów, dokonywanych przez spółki giełdowe w ostatnich latach, jest trudno ocenić, ponieważ w sporządzanych regulaminach wykupu sformułowania dotyczące jego skali są często nieprecyzyjne i nie obligują spółek do wykonania maksymalnych pułapów odkupów w relacji do kapitału zakładowego spółek. Dość łatwe jest również odstępianie od odkupu przez spółki, co oznacza, że nie jest to zjawisko łatwo poddające się opisowi ilościowemu.

Z punktu widzenia teorii odkup własnych akcji nie jest traktowany jako forma o fundamentalnie odmiennym charakterze niż inne formy gratyfikacji na rzecz akcjonariuszy, w tym zwłaszcza wypłaty dywidend. W koncepcji Modiglianiego i Millera neutralności dywidend, jeżeli uznamy obowiązywanie istniejących w tym modelu założeń dotyczących rynku kapitałowego, braku podatków dochodowych, zachowań inwestorów i firm i niezmiennej polityki inwestycyjnej firm, to struktura podziału zysku i jego forma nie mają znaczenia. Zatem z punktu widzenia wartości firmy jest wszystko jedno, w jaki sposób zostanie dokonana dystrybucja zysków na rzecz akcjonariuszy. Odkup własnych akcji nie jest w ich rozważaniach szczególnie wyróżniany [Miller, Modigliani 1961].

Z kolei według teorii agencji rozproszenie własności w dużych spółkach powoduje, że nie zawsze istnieje efektywna możliwość kontroli nad kadrą zarządzającą

---

<sup>10</sup> W podatku dochodowym od osób fizycznych jest nałożona jednolita stawka 19% na wszelkie dochody z kapitałów pieniężnych. Obejmują one również dochody w postaci dywidend i z odsprzedaży akcji spółce przez akcjonariuszy. Stanowi o tym artykuł 30b Ustawy z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych.

spółek. W teorii tej zakłada się, że menadżerowie dążą do jak największego wzrostu firmy, skutkującego wzrostem ich władzy<sup>11</sup>. Wzrost firmy oznacza także wzrost sprzedaży, który jest najczęściej powiązany z dodatkowymi gratyfikacjami dla kadry zarządzającej. Wzrost taki może niejednokrotnie okazać się szkodliwy dla spółek. Szkodliwemu dla firmy wzrostowi sprzedaży przeciwdziałać może konkurencja na rynku produktów i rynku czynników produkcji. Jednak niekiedy (gdy specjalne rodzaje działalności generują duże dochody) potrzebne są dodatkowe formy kontroli, aby zapobiegać nadmiernemu wzrostowi. Należą do nich: wewnętrzna kontrola przedsiębiorstwa, dokonywana poprzez jego organy kontrolne, oraz weryfikacja, dokonywana poprzez rynek kapitałowy. Teoria agencji opisuje konflikt interesów pomiędzy kadrą zarządzającą a właścicielami firmy, wynikający z rozdzielania własności, zarządzania i kontroli. Rozpatrywany jest on przede wszystkim w kontekście kształtowania struktury kapitałowej firmy. Podział zysku nie jest w tej teorii odseparowany od kształtowania struktury źródeł finansowania firmy.

Dystrybucja zysków wśród akcjonariuszy w kontekście teorii agencji generuje sprzeczność interesów pomiędzy kadrą menedżerską a akcjonariuszami. Przekazanie środków na rzecz akcjonariuszy redukuje środki pieniężne kontrolowane przez kierownictwo firm, co oznacza, że ogranicza władzę kadry zarządzającej i naraża ją na poddanie się kontroli rynku kapitałowego w przypadku, gdy spółka będzie musiała gromadzić nowe środki na potrzeby rozwojowe na rynku kapitałowym [Jensen 1986, s. 323-324].

Wolne środki (*free cash flow*) to takie zasoby wewnętrzne przedsiębiorstwa, które przewyższają jego potrzeby inwestycyjne, czyli możliwość sfinansowania inwestycji charakteryzujących się dodatnim NPV (wartością bieżącą netto). Mogą one być wykorzystane na różne sposoby, w tym na wypłaty dla właścicieli. Polityka wypłaty dywidend może wywołać konflikt pomiędzy akcjonariuszami a menadżerami, zwłaszcza wtedy, gdy firma ma znaczne wolne środki pieniężne. Akcjonariusze chcieliby, aby dokonano jak największej redystrybucji zysku, co jest traktowane jako swego rodzaju środek gwarantujący dyscyplinę finansową, podczas gdy zarząd firmy wolałby ulokować resztę środków pieniężnych w przedsięwzięcia inwestycyjne o stopie zwrotu często niższej od kosztu zainwestowanego kapitału, bądź przeznaczyć wolne środki na funkcjonowanie wewnętrzne firmy w sposób nieefektywny. Takie zróżnicowanie interesów ma miejsce do momentu, gdy kadra kierownicza nie partycypuje we własności przedsiębiorstwa. Jeżeli kadra kierownicza zacznie mieć udział we własności przedsiębiorstwa, wtedy może to być drugim, obok wypłat z zysku, czynnikiem gwarantującym stabilizację [Jensen 1986, s. 324 i nast.].

Polityka podziału zysku może odzwierciedlać różnice interesów pomiędzy osobami wewnątrz przedsiębiorstwa (zarządem) a akcjonariuszami firmy. Dobry menadżer, działający w interesie firmy, sygnalizuje zdolność przedsiębiorstwa do wypłat z zysku, co prowadzi do redukcji kosztów agencyjnych netto, a jednocześnie dostarcza dochody akcjonariuszom.

<sup>11</sup> Wzrost firmy to wzrost jej wartości, udziału w rynku, zyskowności i sprzedaży.

Z punktu widzenia tej koncepcji akcjonariusze powinni więc robić wszystko, aby skłonić firmy do wypłaty gotówki. Sposób, w jaki to robią, nie jest najważniejszy, czyli wydaje się, że forma transferu gotówki na rzecz akcjonariuszy nie ma również tutaj dużego znaczenia. Można więc powiedzieć, że im większy odkup własnych akcji przez spółkę, tym lepiej dla dawców kapitału i wartości firmy.

Obok koncepcji agencji dużego znaczenia w obszarze podziału zysku i polityki dywidend nabrała teoria sygnałów. Uwzględnia ona asymetrię informacji w gospodarce. Została przejęta z koncepcji dotyczących obszaru zatrudnienia i bezrobocia. Polega ona na tym, że dystrybucja zysku jest traktowana jako instrument posiadający duże możliwości informacyjne. W koncepcji tej uznaje się, że nie wystarczają deklaracje o dobrym stanie przedsiębiorstwa. Z deklaracjami powinien łączyć się wydatek w postaci wypłat dla udziałowców, dowodzący, że firmę rzeczywiście stać na takie decyzje. Wypłata dywidend stanowi w tym ujęciu swoisty efekt demonstracji. Obserwatorzy rynku uważają, że dla firmy takie wydatki nie są dużym kosztem, a więc jest ona w dobrej sytuacji finansowej. Uważa się też, że właśnie dywidendy stanowią dobry instrument, który może być wykorzystany przez firmę jako sygnał, ponieważ decyzja w zakresie wypłat leży w gestii przedsiębiorstwa, podczas gdy kierownictwo firmy nie może w drodze decyzji ustalić wzrostu ceny akcji, przyrostu sprzedaży czy produkcji. Z drugiej strony dywidendami jako sygnałem można łatwo manipulować<sup>12</sup>.

Ten typ rozumowania można również zastosować w odniesieniu do odkupu własnych akcji. Jeżeli spółka podejmuje decyzję o odkupie, to z jednej strony może to świadczyć o tym, że kierownictwo ocenia, że akcje spółki są niedoszacowane na rynku kapitałowym. Z drugiej strony może być to świadectwem braku sensownych pomysłów inwestycyjnych w takim podmiocie gospodarczym i dowodem, że dla spółki jest to jedyny pomysł na inwestowanie gotówki. Trudno określić, jak taka decyzja zostanie zinterpretowana.

Wysoki poziom dystrybucji zysku może być również sygnałem obniżenia inwestycji i w konsekwencji może później wywołać konieczność pozyskiwania dodatkowych źródeł finansowania (np. emisji akcji). Generalnie uważa się, że różne formy wypłat z zysku mogą stanowić dobry sygnał dla akcjonariuszy i są oni zainteresowani wypłatami z zysku jako sygnałem o sytuacji przedsiębiorstwa.

W niektórych opracowaniach z obszaru teorii sygnałów uznaje się, że odkup własnych akcji i dywidendy nie są identyczne. Koszty podatkowe sygnałów wysyłanych w postaci dywidend mogą być wyższe. Analizy te zostały przeprowadzane na gruncie amerykańskiego systemu opodatkowania dochodów [John, Williams 1985].

---

<sup>12</sup> Teoria sygnałów została zaadaptowana z koncepcji dotyczących rynku pracy, a w sferze polityki dywidend jej moc opisowa i wyjaśniająca jest duża, jednak dosyć trudno ją zweryfikować czy też sfalsyfikować. Często podkreśla się, że sygnał musi być związany z pewnym kosztem, który będzie niewielki dla firm dobrych, ale wysoki dla firm słabych [Albouy, Dumontier 1992, s. 135-150].

Podsumowując można stwierdzić, że w tej teorii zarówno odkup własnych akcji, jak i dywidendy mogą być dobrym sygnałem dla akcjonariuszy, a w niektórych opracowaniach przyjmuje się nawet, że mogą mieć one odmienną zawartość informacyjną.

Wspomniane, fundamentalne dla obszaru podziału zysku koncepcje teoretyczne były formułowane w czasie, gdy odkup własnych akcji nie miał zbyt dużego znaczenia jako forma przepływu gotówki na rzecz akcjonariuszy. Stąd też zagadnienie to nie było przez nie uwzględniane jako coś szczególnie ważnego. Wnioski płynące z teorii agencji i teorii neutralności dywidend dla odkupu własnych akcji mogą być identyczne jak dla decyzji w zakresie wypłat dywidend. Natomiast w oparciu o teorię sygnałów i asymetrii informacji można już wskazywać, że informacyjny kontekst odkupu własnych akcji może być inny niż w przypadku zwykłych wypłat z zysku.

Podstawowym pytaniem z punktu widzenia finansów przedsiębiorstw jest problem, czy *buy back* buduje wzrost wartości firmy. Na to pytanie teoria nie odpowiada jednoznacznie. Nie odpowiada też na pytanie, czy obie formy redystrybucji zysku są w pełni substytucyjne. Wydaje się, że w tej dziedzinie w sferze teorii nie należy spodziewać się ostatecznych rozstrzygnięć, mających znaczenie obowiązujące. W praktyce kierownictwa finansowe firm nie są zobligowane do prowadzenia jednej polityki dywidend, mającej absolutne ugruntowanie teoretyczne. Natomiast działalność w zakresie odkupu własnych akcji na pewno zwiększa możliwości manewru spółek w zakresie operowania zyskiem i kształtowania struktury źródeł finansowania. Operacje te są szczególnie interesujące dla spółek, które nie prowadzą żadnej ustalonej polityki dywidend i obawiają się ustalać stałe wskaźniki wypłat. Z punktu widzenia akcjonariuszy praktyka odkupu akcji uelastycznia dostęp do środków pieniężnych. O atrakcyjności tej formy często rozstrzygają szczegółowe rozwiązania prawne w lokalnym ustawodawstwie.

## Literatura

- Albouy M., Dumontier P., *La politique de dividende des entreprises*, Presses Universitaires de France, 1992.
- Damodaran A., *Applied Corporate Finance*, John Wiley & Sons, New York 2010.
- Dann L., *Common stock repurchases: What do they really accomplish?*, [w:] J.M. Stern, D.H. Chew jr (eds.), *The Revolution in Corporate Finance*, Blackwell, London 1986.
- Glen J. i in., *Dividend policy and behavior in emerging markets. To pay or not to pay*, International Finance Corporation, Discussion Paper no. 26, The World Bank Washington D.C. 1995.
- Jensen M., *Agency cost of free cash flow*, *Corporate Finance and Takeovers*, „American Economic Review, Papers and Proceedings” 1986, vol. 7661, 34/4.
- Jensen M.C., Meckling W. H., *Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, no. 3.
- John K., Williams J., *Dividends, dilution, and taxes: A signaling equilibrium*, „Journal of Finance” 1985, no. 40.
- Miller M.H., Modigliani F., *Dividend policy, growth and the valuation of shares*, „Journal of Business” 1961, no. 34(4).



Sierpińska M., Paliwoda G., *Rodzaje i formy wypłat dywidend w spółkach kapitałowych*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2001, nr 4.

## Akty prawne

Rozporządzenie Komisji WE nr 2273/2003 z dnia 22 grudnia 2003 r. wykonujące Dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zwolnień dla programów odkupu i stabilizacji instrumentów finansowych.

Ustawa z dnia 8 listopada 2000 roku *Kodeks spółek handlowych*, DzU 2000 nr 94, poz.1037 ze zmianami.

Ustawa z dnia 26 lipca 1991 roku o podatku dochodowym od osób fizycznych, DzU 2010 nr 51, poz. 307 ze zmianami.

## THEORETICAL AND LEGAL ASPECTS OF OWN SHARE REPURCHASE BY COMPANIES

**Summary:** This paper presents selected theoretical problems concerning share repurchase. It is especially important whether stock repurchase increases the firm's stock price. The paper also presents legal implications of share repurchase in Poland.