

Aleksandra Pieloch^{*}

**ZYSK NETTO JAKO ŹRÓDŁO FINANSOWANIA WYKUPU
I UMORZENIA AKCJI WŁASNYCH SPÓŁEK NOTOWANYCH
NA GPW W WARSZAWIE**

1. WSTĘP

Zasadniczym celem artykułu jest przedstawienie wyników badań empirycznych oraz rezultatów studiów literaturowych nad dodatnim wynikiem finansowym netto traktowanym jako źródło finansowania wykupów akcji własnych w celu ich umorzenia dokonywanych przez polskie spółki akcyjne.

Kształtowanie i podział zysku netto, w tym zwrot części lub całości wypracowanych zysków akcjonariuszom w formie odkupienia akcji własnych spółki, należy uznać za kluczowe, jeśli chodzi o sferę finansową działalności przedsiębiorstwa. Mają one bowiem wpływ na zmianę struktury kapitałów, wielkość zadłużenia, płynność finansową, możliwości rozwojowe oraz ryzyko finansowe, jak również na notowania spółki na rynku kapitałowym¹.

Dla realizacji wyznaczonego celu opracowania poddano empirycznej weryfikacji hipotezę badawczą stanowiącą, iż polskie publiczne spółki akcyjne preferują finansowanie wynagrodzenia za umorzenie akcji własnych z ponadprzeciętnego zysku netto. Hipoteza ta jest istotna zarówno z punktu realizacji korzyści dywidendowych przez akcjonariuszy, jak i możliwości inwestycyjnych przedsiębiorstwa.

W celu weryfikacji postawionej hipotezy badawczej analizie poddano 24 spółki akcyjne notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, prowadzące działalność w sektorach przemysłowych oraz w sektorach handlowych i usługowych, które w latach 2004–2007 chociaż jeden raz przeprowadziły procedurę umorzenia akcji własnych.

Wybrany okres badawczy wynika z przeprowadzonej w 2004 r. nowelizacji kodeksu spółek handlowych (k.s.h.), wraz z którą spółki akcyjne przestały być zobligowane do tworzenia rezerw finansowych w wysokości odpowiadającej

^{*} Mgr, asystent w Katedrze Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa UŁ.

¹ A. Rutkowski, *Jakie są finansowe konsekwencje podziału zysku netto*, „Biuletyn Rachunkowości i Finansów” 2006, nr 17, www.infor.pl.

wartości wykupionych akcji własnych w cenie ich nabycia, jak również do przeznaczania na kapitał rezerwowy kwoty równej wysokości obniżenia kapitału zakładowego, m. in. w przypadku, gdy spółka umarzała akcje własne nabyte nieodpłatnie w celu umorzenia bądź gdy źródłem finansowania wykupu była kwota przeznaczona do podziału między akcjonariuszy².

Zasadniczym sposobem empirycznej weryfikacji postawionej hipotezy badawczej jest analiza raportów bieżących spółek giełdowych publikowanych na ich stronach internetowych oraz portalach finansowych Bankier.pl i Money.pl. W artykule zastosowano również analizę porównawczą w czasie z wykorzystaniem miar pozycyjnych, tj: mediany i kwartyli. Dane finansowe spółek giełdowych, które posłużyły do przeprowadzenia badań, zostały zaczerpnięte z bazy Notoria Serwis.

2. POJĘCIE I ISTOTA ZYSKU SPÓŁKI JAKO ŹRÓDŁA FINANSOWANIA WYNAGRODZENIA ZA UMORZONE AKCJE WŁASNE

W polskiej literaturze przedmiotu prezentowane są różne stanowiska dotyczące źródeł finansowania wykupu akcji własnych. A. Nowacki, powołując się na przepisy k.s.h., twierdzi, iż odkupienie powinno zostać sfinansowane z trzech źródeł, tj. z sumy dywidendowej, środków pochodzących z obniżenia kapitału zakładowego lub z obu tych źródeł jednocześnie³. J. Trzemzański wskazuje natomiast, iż wynagrodzenie za umorzone akcje powinno pochodzić z zysku netto lub kapitałów zapasowych⁴. Również A. Duliniec⁵, jak i A. Szablewski⁶ mówią o wypracowanym w danym roku obrotowym zysku netto, który może zostać wypłacony akcjonariuszom w postaci odkupienia posiadanych przez nich akcji spółki. Jest to zwykle zysk ponadprzeciętny, gdyż wykupy akcji własnych dokonywane są zazwyczaj w latach, gdy przedsiębiorstwa – preferujące politykę wypłat stałych lub rosnących w stałym tempie dywidend – wypracują znaczące nadwyżki środków pieniężnych.

Zysk, z którego następuje finansowanie wynagrodzenia za okupione walory, nazywany bywa czasem „czystym zyskiem”. Jednakże termin ten używany jest

² Ustawa z dnia 12 grudnia 2003 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych, DzU 2003, nr 229, poz. 2276.

³ A. Nowacki, *Umorzenie akcji*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2007, s. 428–444.

⁴ J. Trzemzański, *Wycena kapitałów w jednostce na dzień bilansowy*, „Buchalter” 2005, nr 10, s. 11, [za:] A. N. Duraj, *Wypłata dywidendy i praktyka nabywania i umarzania akcji własnych a wartość przedsiębiorstwa*, [w:] J. Duraj (red.), *Prace z zakresu ekonomiki i zarządzania przedsiębiorstwem*, „Acta Universtatis Lodzianis” 2008, Folia Oeconomica 214, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź, s. 34.

⁵ A. Duliniec, *Finansowanie przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007, s. 101.

⁶ M. Panfil, A. Szablewski, *Metody wyceny spółki. Perspektywa klienta i inwestora*, Poltext, Warszawa 2007, s. 289.

przez polskiego ustawodawcę tylko i wyłącznie w odniesieniu do kwoty, którą może przeznaczyć spółka z ograniczoną odpowiedzialnością na wykup własnych udziałów (art. 199 k.s.h.). Jak podkreśla A. Kawałko, „czysty zysk” powinien być rozumiany jako

[...] dodatni wynik finansowy, który jest przedmiotem dysponowania przez zgromadzenie wspólników i może być przeznaczony na wypłatę dywidendy, finansowanie inwestycji spółki bądź tworzenie określonych funduszy, np. zapasowego, rezerwowego, specjalnego⁷.

Możliwość wykorzystania środków zgromadzonych na tych funduszach wynika z faktu, iż zostały one utworzone z zysku spółki⁸.

Z kolei w przypadku spółki akcyjnej środki na wykup akcji własnych pochodzących mogą z określonej w art. 348 k.s.h. kwoty przeznaczonej do podziału między akcjonariuszy. Warto zaznaczyć, iż jest to maksymalna kwota wynagrodzenia i nie może ona przekraczać zysku za ostatni rok obrotowy powiększonego o niepodzielone zyski z lat ubiegłych oraz o kwoty, które przeniesione zostały z kapitałów zapasowego i rezerwowych. Kwotę tę należy pomniejszyć o niepokryte straty, akcje własne nabyte przez spółkę (umieszczone w bilansie po stronie pasywów w pozycji „Akcje własne – wielkość ujemna”) oraz kwoty, które zgodnie z ustawą bądź statutem powinny zostać przeznaczone z zysku za ostatni rok obrotowy na kapitał zapasowy lub rezerwowy⁹. Poniesienie przez przedsiębiorstwo w danym roku obrotowym straty nie wyklucza zatem dokonania wykupu w sytuacji, gdy kwota przeznaczona do podziału między akcjonariuszy jest dodatnia.

Należy wskazać, iż także ustawodawca wspólnotowy – w ramach znoszenia różnic w funkcjonowaniu systemów prawnych państw członkowskich – jednoznacznie określił, iż źródłem finansowania umorzenia akcji własnych mają być kwoty, które można dystrybuować na rzecz akcjonariuszy, tzn. sumy nieprzekraczające zysku za ostatni rok obrotowy powiększonego o niepodzielony zysk z lat ubiegłych i zyski przeznaczone na specjalnie utworzone w tym celu kapitały rezerwowe¹⁰. P. Żak wskazuje, iż tylko w przypadku, gdy umorzenie akcji własnych finansowane jest z tej kwoty, możemy ich wykup nazywać operacją *buy-back*¹¹. Również w Stanach Zjednoczonych wypłaty z tytułu wynagrodzenia za umorzone akcje dokonywane są z zysku określonego jako kwota majątku spółki, o którą aktywa brutto przewyższają sumę wartości zobowiązań i kapitału zakładowego spółki¹².

⁷ A. Kawałko, *Umorzenie udziałów w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością*, Zakamycze, Kraków 2006, s. 183.

⁸ W. Popiołek, *Umorzenie udziałów i akcji w kodeksie spółek handlowych*, „Rejent” 2001, nr 7–8, s. 260–262.

⁹ M. Hyży, *Umorzenie udziałów i akcji*, „Monitor Rachunkowości i Finansów” 2004, nr 2, s. 26.

¹⁰ T. Sójka, *Umorzenie akcji*, Zakamycze, Kraków 2004, s. 96–97.

¹¹ P. Żak, *Jak zaksięgować umorzenie akcji*, „Rzeczpospolita”, 27.08.2005, www.rp.pl.

¹² T. Sójka, *op. cit.*, s. 164.

O przeznaczeniu zysku zarówno na finansowanie umorzenia, jak i wysokości wynagrodzenia za nabyte akcje decyduje walne zgromadzenie akcjonariuszy. W przypadku umorzenia dobrowolnego, które ma miejsce za zgodą akcjonariusza, wynagrodzenie może mieć formę pieniężną lub niepieniężną¹³. Ponadto umorzenie dobrowolne może odbywać się również nieodpłatnie. Z kolei umorzenie przymusowe, jak określa art. 359 § 2 k.s.h., ma miejsce tylko za wynagrodzeniem w formie pieniężnej i nie może być niższe od wartości przypadających na akcję aktywów netto wykazanych w sprawozdaniu finansowym za ostatni rok obrotowy, które pomniejszyć należy o kwotę przeznaczoną do podziału między akcjonariuszy.

Cena nabycia akcji własnych może być wyższa, równa lub niższa niż ich wartość nominalna. Dlatego też A. N. Duraj wskazuje, iż różnicę między wartością nominalną a ceną nabycia akcji własnych należy odnieść na kapitał zapasowy. Jeżeli różnica ta jest ujemna, kapitał zapasowy należy odpowiednio zmniejszyć. Natomiast

[...] tę część ujemnej różnicy, która przewyższa nawet kapitał zapasowy, należy ująć jako stratę z lat ubiegłych¹⁴.

Operacje wykupu akcji własnych mogą być finansowane nie tylko z wypracowanych środków własnych, ale także z kredytu bankowego lub emisji papierów dłużnych. Finansowanie wykupu środkami obcymi jest szczególnie pożądane w sytuacji, gdy zasadniczym motywem działania są zarówno zmiana struktury kapitałowej spółki i wynikające z odkupienia korzyści związane z działaniem dźwigni finansowej, wzrostem wartości rynkowej przedsiębiorstwa, jak i bogactwa jego właścicieli¹⁵. Jednakże wskazać należy, iż zwiększenie zadłużenia nie jest obojętne dla wzrostu ryzyka finansowego spółki¹⁶.

Szczególną formą wynagrodzenia za umorzone akcje własne mogą być świadectwa użytkowe wydawane akcjonariuszom, od których nabyto akcje. Świadectwa użytkowe mogą być wystawione tylko i wyłącznie w sytuacji, gdy statut spółki przewiduje taki sposób finansowania umorzenia (art. 361 k.s.h.) oraz po przeprowadzeniu procedury umorzenia. Świadectwa te dają ich właścicielowi tzw. prawa partycypacyjne, czyli prawo do uczestnictwa w zysku spółki oraz uczestnictwa w podziale majątku likwidacyjnego netto.

¹³ S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz do artykułów 301–458*, Warszawa 2001, s. 429.

¹⁴ A. N. Duraj, *Wpływ umorzenia akcji na wypłatę dywidendy przez publiczne spółki akcyjne*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005, s. 276–277.

¹⁵ U. Malinowska, *Operacje buy-back w polskich warunkach*, [w:] J. Duraj (red.) *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock–Pekin–Łódź 2004, s. 98.

¹⁶ Szerzej: A. Rutkowski, *Wykupy akcji własnych – warunki powodzenia operacji*, „Bank i Kredyt” 2005, nr 11–12, s. 43.

3. PROCEDURA UMARZANIA AKCJI WŁASNYCH WEDŁUG KODEKSU SPÓŁEK HANDLOWYCH

Nowelizacja kodeksu spółek handlowych¹⁷, która weszła w życie z dniem 5 października 2008 r., implementując dyrektywę 2006/68/WE¹⁸, pozwoliła

[...] spółkom korzystać z gospodarczo racjonalnych mechanizmów, takich jak wykupy akcji czy wykupy lewarowane¹⁹.

Dotychczasowe przepisy prawne zakazywały bowiem spółkom – poza pewnymi wyjątkami określonymi w art. 362 k.s.h. – skupowania własnych walorów. Znowelizowany art. 362 § 1 pkt 8 umożliwia zarządowi podjęcie decyzji dotyczącej nabycia akcji własnych w dowolnym celu, po wcześniejszym uzyskaniu upoważnienia wydanego przez walne zgromadzenie. Upoważnienie to powinno zawierać warunki nabycia akcji własnych, tj.: zarówno maksymalną liczbę akcji, które mogą zostać wykupione, okres upoważnienia, który nie może być dłuższy niż 5 lat, jak i minimalną oraz maksymalną wysokość zapłaty za odkupione akcje w przypadku, gdy nabycie nastąpiło za wynagrodzeniem. Należy zaznaczyć, iż nowelizacja ustawy zliberalizowała możliwość wykupów akcji własnych, gdyż łączna wartość nominalna nabytych walorów nie może obecnie przekroczyć 1/5 kapitału zakładowego spółki (art. 362 § 2 pkt 2).

Ponadto zmiana art. 345 k.s.h. umożliwiła bezpośrednie lub pośrednie finansowanie nabycia lub objęcia przez osoby trzecie emitowanych przez spółkę akcji własnych zarówno przez udzielanie pożyczek, dokonywanie zaliczkowych wypłat, jak i ustanawianie zabezpieczeń. Finansowanie takie odbywa się na warunkach rynkowych i może mieć miejsce tylko w przypadku, gdy spółka utworzyła na ten cel kapitał rezerwowy. Udzielanie pożyczek oraz zaliczkowych wypłat na zakup akcji własnych umożliwia spółce wykorzystanie bieżących nadwyżek pieniężnych oraz pomaga zapobiec wahaniom kursów giełdowych akcji²⁰. Należy zaznaczyć, iż takie finansowanie nabycia lub objęcia akcji następuje w zamian za godziwą cenę, po uprzednim zbadaniu wypłacalności dłużnika.

Warto wskazać, iż nabycie akcji własnych może nastąpić w różnych prawnie dopuszczonych celach, m. in. dla ich umorzenia. Jednakże wykup jest tylko i wyłącznie przesłanką umorzenia dobrowolnego, bez względu na to, czy odbywa się ono za wynagrodzeniem czy też jest nieodpłatne. Nabycie akcji własnych

¹⁷ Ustawa z dnia 13 czerwca 2008 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych, DzU 2008, nr 118, poz. 747.

¹⁸ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2006/68/WE zmieniająca dyrektywę Rady 77/91/EWG w sprawie tworzenia spółek akcyjnych i utrzymywania oraz zmian wysokości ich kapitału, DzUrz UE L 2006.264.32.

¹⁹ A. Opalski, *Co da spółkom akcyjnym reforma kapitału zakładowego*, „Rzeczpospolita”, www.rp.pl.

²⁰ M. Piasecka-Sobkiewicz, *Spółka sfinansuje kupno swoich akcji*, „Gazeta Prawna”, 17/06/2008, www.gp.pl.

nie jest natomiast przesłanką umorzenia przymusowego. Do innych przesłanek umorzenia akcji własnych spółki zaliczyć należy²¹:

- zawarcie w statucie spółki normy upoważniającej spółkę do umorzenia akcji własnych;
- uchwałę walnego zgromadzenia w przedmiocie umorzenia;
- dokonanie obniżenia kapitału zakładowego;
- zarejestrowanie umorzenia i obniżenia kapitału zakładowego.

Spółka akcyjna może przeprowadzić procedurę umorzeniową tylko i wyłącznie w sytuacji, gdy jej statut tak stanowi. Wyjątkiem od reguły jest jednakże umorzenie tych akcji, które zostały nabyte niezgodnie z prawem lub wykupione i niezbyte w określonym ustawowo terminie. W takim przypadku umorzenie ma bowiem charakter obligatoryjny, statut o nim nie stanowi, a uchwałę o umorzeniu akcji własnych podejmuje zarząd. Znowelizowany k.s.h. (art. 363 § 4) stanowi, iż jeżeli akcje własne zostały odkupione niezgodnie z prawem lub nabyte w celu realizacji programów motywacyjnych, powinny zostać zbyte w ciągu roku. Natomiast jeżeli wykupiono je w liczbie przekraczającej 10% kapitału zakładowego, to powinno się je zbyć w ciągu 2 lat. Po upływie tego terminu akcje powinny zostać niezwłocznie umorzone. Przepisu tego nie stosuje się jednak w sytuacji, w której dokonanie umorzenia mogłoby spowodować spadek wartości kapitału zakładowego poniżej obligatoryjnego poziomu.

Uchwała walnego zgromadzenia w przedmiocie umorzenia akcji zapada większością $\frac{3}{4}$ głosów lub bezwzględną większością głosów, jeżeli na walnym zgromadzeniu reprezentowana jest przynajmniej połowa kapitału zakładowego (art. 415 § 1). Tylko w przypadku umorzenia automatycznego – następującego po spełnieniu się określonego w statucie zdarzenia²² – uchwałę o umorzeniu akcji podejmuje zarząd. Uchwała ta publikowana jest w „Monitorze Sądowym i Gospodarczym” i zawiera podstawę prawną umorzenia, wysokość wynagrodzenia bądź uzasadnienie jego braku, jak również sposób przeprowadzenia umorzenia oraz tryb obniżenia kapitału zakładowego²³.

Uchwała w przedmiocie obniżenia kapitału zakładowego zapada na tym samym walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, na którym podjęta zostaje uchwała o umorzeniu akcji. Jej treścią jest cel (np. pokrycie straty bilansowej), kwota oraz tryb (zwykły lub uproszczony) obniżenia kapitału zakładowego spółki. Nowelizacja k.s.h. znacznie ułatwiła procedurę obniżania kapitału zakładowego. Jak stwierdza A. Opalski, wcześniej spółki chętniej decydowały się na tę operację w trybie zwykłym, tzn. z pominięciem postępowania konwokacyjnego, z obawy przed koniecznością zaspokajania i zabezpieczania wierzycieli, co zagrozić mogło płynności finansowej przedsiębiorstwa. Dlatego też ustawodawca

²¹ Szerzej: T. S ó j k a, *op. cit.*, s. 179–199.

²² Szerzej: A. O k o r o w s k a, *Automatyczne umorzenie udziałów*, www.prawo.money.pl.

²³ Szerzej: A. N o w a c k i, *op. cit.*, s. 227–270.

spróbował w art. 456 § 2 wypracować kompromis między interesem spółki a interesem wierzycieli. Obecnie

[...] wierzyciele mogą żądać zabezpieczenia roszczeń niewymagalnych tylko wtedy, gdy uprawdopodobnią, że obniżenie zagraża zaspokojeniu tych roszczeń oraz że nie otrzymali dotąd od spółki wystarczających zabezpieczeń²⁴.

Po zakończeniu postępowania konwokacyjnego zarząd ma obowiązek zgłosić do sądu rejestrowego, w terminie 6 miesięcy od dnia powzięcia uchwały, umorzenie akcji i obniżenie kapitału zakładowego. Warto zaznaczyć, iż zaspokojenie roszczeń akcjonariuszy z tego tytułu może nastąpić najwcześniej po upływie 6 miesięcy od daty rejestracji obniżenia kapitału zakładowego. Jednakże wynagrodzenie za wykup akcji własnych celem umorzenia może mieć miejsce wcześniej, pod warunkiem że jego źródłem będzie wypracowany przez spółkę zysk. Jeżeli odkupienia akcji dokonano z określonej w art. 348 § 1 kwoty przeznaczonej do podziału między akcjonariuszy, to walne zgromadzenie powinno podjąć uchwałę o wykorzystaniu zysku spółki. W uchwale tej powinno się określić źródła finansowania wykupu i umorzenia akcji własnych, tzn. wskazać kwoty, które zostały przeznaczone na ten cel z kapitału zapasowego, kapitałów rezerwowych, zysku z lat ubiegłych oraz zysku netto.

4. OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA BADANYCH PRZEDSIĘBIORSTW

Analizie poddano łącznie 24 spółki akcyjne z sześciu sektorów przemysłowych oraz pięciu sektorów należących do makrosektora handlu i usług. Warunkiem włączenia spółki do próby badawczej było co najmniej jednokrotne dokonanie przez nią umorzenia akcji własnych w latach 2004–2007. Wśród analizowanych spółek 3 przeprowadziły procedurę umorzeniową częściej niż raz w roku. Były to następujące spółki: Boryszew SA, Lentex SA oraz Hydrobudowa SA.

Należy zaznaczyć, iż zgodnie z literą prawa przedsiębiorstwo może umorzyć akcje własne nabyte celem umorzenia tylko raz w ciągu roku. Ograniczenie to nie znajduje jednak zastosowania w przypadku umorzenia akcji własnych odkupionych zarówno poza procedurą umorzenia, tzn. akcji nabytych w celu innym niż umorzenie, wykupionych niezgodnie z prawem, jak i umorzenia przymusowego²⁵.

Z kolei 5 z analizowanych spółek (tj. Stomil Sanok SA, Jutrzenka SA, Boryszew SA, Paged SA oraz Prochem SA) umorzyło akcje własne co najmniej dwa razy w ciągu całego czteroletniego okresu badawczego, co dało łącznie 34 umorzenia akcji własnych.

²⁴ A. Opalski, *op. cit.*, www.rp.pl.

²⁵ T. Sójka, *op. cit.*, s. 190.

Wśród badanych spółek dominują te przedsiębiorstwa, które w swoich raportach bieżących wskazują na umorzenie jako na główny – a zarazem prawnie dopuszczony – cel nabycia akcji własnych (73,5%). Z kolei w 23,5% analizowanych przypadków spółki wykupiły akcje własne poza procedurą umorzenia (zob. tab. 1).

Tabela 1

Liczba spółek umarzających akcje własne w latach 2004–2007

Spółki umarzające akcje własne nabyte	Liczba	%
1) w procedurze umorzenia	25	73,5
2) poza procedurą umorzenia, w tym:	9	26,5
a) w celu zaoferowania ich pracownikom	6	17,7
b) w drodze sukcesji uniwersalnej	2	5,9
c) w celu zapobieżenia poważnej szkodzi	1	2,9
Razem	34	100,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółek giełdowych publikowanych przez portale finansowe Bankier.pl oraz Money.pl.

Wśród spółek, które umorzyły akcje własne nabyte poza procedurą umorzenia dominują te, których celem wykupu akcji było ich zaoferowanie pracownikom w ramach programu motywacyjnego (6 spółek). Ponadto 2 spółki umorzyły akcje własne pozyskane w drodze sukcesji uniwersalnej, a 1 – odkupione w celu zapobieżenia bezpośrednio zagrażającej spółce poważnej szkodzi.

Warto wskazać, iż spółki akcyjne nie są zobligowane do określania w raportach bieżących przyczyn wykupu akcji własnych. Motywy, w odróżnieniu od celów nabycia²⁶, nie są regulowane przez k.s.h. i mogą być różnorakie w zależności od sytuacji finansowej przedsiębiorstwa i systemu prawnego, w którym ono działa²⁷. Wśród najczęściej wskazywanych w literaturze motywów odkupień akcji własnych wymienić należy: wypracowanie przez spółkę znaczących nadwyżek środków pieniężnych, brak alternatywnych możliwości inwestycyjnych, zmianę struktury kapitałowej, obronę przed wrogim przejęciem, stopniowe ograniczanie rozmiaru działalności spółki, zmianę struktury akcjonariatu, rozłożoną w czasie możliwość realizacji wypłat pieniężnych, al-

²⁶ A. Rutkowski, *Czy warto dokonać wykupu własnych akcji*, „Biuletyn Rachunkowości i Finansów” 2007, nr 17.

²⁷ T. Vermaelen, *Share Repurchases Can Be a Good Deal*, „Financial Times”, 19 October 2006, www.ft.com, s. 2.

ternatywną formę wypłaty dywidendy pieniężnej czy niedowartościowanie akcji spółki na rynku²⁸.

Pośród analizowanych spółek tylko 6 sprecyzowało przyczyny, dla których nabyły akcje własne. Należy dodać, iż spółki te wskazywały zwykle więcej niż jeden motyw wykupu (zob. tab. 2).

Tabela 2

Motywy wykupu akcji własnych umorzonych w latach 2004–2007

Wyszczególnienie	Liczba wskazań
Uporządkowanie struktury akcjonariatu	6
Wzrost wartości firmy dla akcjonariuszy	3
Wzrost wartości wskaźnika <i>EPS</i>	2
Poprawa płynności akcji	1
Obrona przed wrogim przejęciem	1
Razem	13

Źródło: jak do tab. 1.

Najczęściej wymienianą przyczyną, która skłoniła badane przedsiębiorstwa do odkupienia własnych akcji, było uporządkowanie struktury akcjonariatu (6 wskazań). Ponadto spółki dokonywały wykupów, aby zwiększyć wartość przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy (3 wskazania) oraz wpłynąć na wartość wskaźnika „zysk na akcję” (2 wskazania). Tylko jedna spółka sprecyzowała motyw wykupu jako ochronę przed wrogim przejęciem, a inna nabywając akcje własne dążyła do poprawy ich płynności.

Wśród 34 umorzeń akcji własnych, które badane przedsiębiorstwa przeprowadziły w analizowanym okresie, przeważająca większość (88,2% spółek) umorzyła akcje własne w sposób dobrowolny, tzn. nastąpiło rozdzielenie momentu, w którym akcjonariusze utracili prawa udziałowe, i momentu unicestwienia bytu prawnego akcji²⁹. Natomiast w 4 przypadkach umorzenie miało charakter obli-

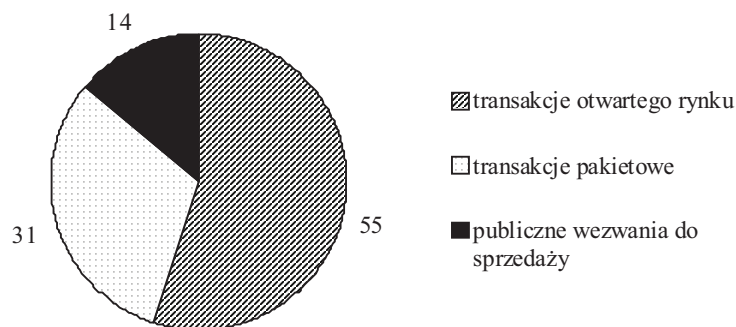
²⁸ Szerzej: K. Raghavan, *Are Share Repurchases Effective Signals to the Market*, „Bank Accounting and Finance”, June/July 2006, s. 27; G. H. Zwerdling, *Stock Repurchase: Financial Issues*, „California Management Review”, Winter 1968, Vol. 9, No. 2, s. 33; M. Cudd, R. Duggal, S. Sarkar, *Share Repurchase Motives and Stock Market Reaction*, „QJBE”, Spring 1996, Vol. 35, No. 2, s. 67; D. Oyon, *The Information Content of Common Stock Repurchases: an Empirical Study*, „British Journal of Management”, June 1994, Vol. 5, s. 67; G. Grullon, R. Michaely, *Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis*, „The Journal of Finance”, August 2002, Vol. 47, No. 4, s. 1649.

²⁹ A. Koch, *Uwagi na temat przymusowego umorzenia udziałów w spółce z o.o.*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2002, nr 11, s. 33.

gatoryjny, czyli było sankcją wobec spółki za niezbycie posiadanych akcji własnych w określonym ustawowo terminie³⁰.

Jednakże żadne z badanych przedsiębiorstw nie przeprowadziło typowej procedury umorzenia przymusowego, czyli umorzenia bez zgody akcjonariusza³¹, które dokonywane jest bez wcześniejszego nabycia. Warto również dodać, iż umorzenia przymusowego nie należy utożsamiać z przymusowym wykupem akcji własnych, czyli tzw. *squeeze out*³².

W przypadku przedsiębiorstw, które dokonały dobrowolnego umorzenia akcji własnych dominuje nabycie akcji metodą transakcji otwartego rynku (*open market repurchases*), zarówno polegającą na odkupie akcji po cenach rynkowych. Metodę tę charakteryzuje elastyczność wykupu oraz swoboda w podejmowaniu decyzji co do momentu nabycia, jak i ilości wykupionych akcji³³. Jednakże za wadę tej metody uznać można jej stosunkowo słabą wartość sygnalizacyjną³⁴. Wśród analizowanych spółek metodę taką wybrała ponad połowa przedsiębiorstw (zob. rys. 1).



Rys. 1. Metody wykupu akcji własnych w celu umorzenia w latach 2004–2007 (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółek giełdowych publikowanych przez portale finansowe Bankier.pl oraz Money.pl.

Z kolei transakcje pakietowe (*privately negotiated repurchases*), polegające na nabyciu akcji własnych zwykle od znaczącego inwestora po uprzednim in-

³⁰ J. Strzępka, W. Popiołek, A. Witosz, E. Zielińska, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz z orzecnictwem*, C.H. Beck, Warszawa 2001, s. 923.

³¹ *Ustawa z dnia 12 grudnia 2003 r...*, art 359 § 1.

³² Szerzej: K. Kohutek, *Przymusowy wykup akcji w Kodeksie spółek handlowych*, Zakamycze, Kraków 2002, s. 14.

³³ A. Damodaran, *Analyzing cash returned to stockholders*, „Working Paper”, s. 3.

³⁴ R. Comment, G. Jarrell, *The Relative Signaling Power of Dutch-auction and Fixed-priced Self Tender Offers and Open Market Share Repurchases*, „Journal of Finance” 1991, Vol. 9, s. 1265.

dywidualnym negocjowaniu ceny akcji, były mniej powszechne wśród analizowanych spółek – 31,4% wykupów odbyło się tą metodą. Warto zaznaczyć, iż w przypadku wyboru tej metody ceny nabycia akcji mogą być znacznie wyższe od ich wartości rynkowej³⁵.

W drodze publicznego wezwania do sprzedaży akcji po określonej cenie (*fixed-price tender offer*), którego istotą jest zakup określonej liczby akcji, po ustalonej cenie i w wyznaczonym czasie, akcje własne nabyło 14,3% badanych spółek³⁶.

Warto również zaznaczyć, iż w badanej grupie przedsiębiorstw spółki prowadzące umorzenie dobrowolne nabyły akcje własne aż w 90% odpłatnie. Tylko co dziesiąty wykup nie został wynagrodzony. Natomiast w przypadku umorzenia obligatoryjnego trzy spółki odkupiły akcje własne za wynagrodzeniem, a jedna nabyła je nieodpłatnie.

5. EMPIRYCZNA WERYFIKACJA HIPOTEZY BADAWCZEJ – PONADPRZECIĘTNY ZYSK NETTO JAKO PREFEROWANE PRZEZ SPÓŁKI ŹRÓDŁO FINANSOWANIA WYNAGRODZENIA ZA UMORZONE AKCJE WŁASNE

W celu weryfikacji postawionej hipotezy badawczej, dalszej pogłębionej analizie poddano tylko te spośród badanych spółek, które co najmniej raz nabyły akcje własne za wynagrodzeniem. Były to zatem 22 spółki, które dokonały łącznie 27 odpłatnych wykupów (w różnych celach) zakończonych umorzeniem akcji własnych oraz 3 umorzeń będących sankcją za niezbycie odkupionych akcji w określonym ustawowo terminie.

Źródła finansowania odkupienia akcji własnych, które wskazane zostały w raportach bieżących spółek, przedstawiono w tab. 3.

Wśród 27 nabyć dokonanych za wynagrodzeniem 20 (74,1% badanej zbiorowości) zostało sfinansowane z wypracowanego zysku netto. Badane spółki jako źródło finansowania wskazywały najczęściej kapitał rezerwowy (37,1% nabyć), a następnie kapitał zapasowy (6% odkupień). Z kolei 4 przedsiębiorstwa nie określiły precyzyjnie źródła finansowania. Analizowane spółki w 7 przypadkach sfinansowały nabycie akcji własnych ze źródeł innych niż zysk netto, przeprowadzając konwokacyjne obniżenie kapitału zakładowego. Należy dodać, iż wypłacając wynagrodzenie za nabyte akcje własne, spółka nie jest zobligowana do skonkretyzowania w raportach bieżących źródła nabycia, jeżeli środki na wykup nie pochodzą z wypracowanego zysku.

³⁵ A. Damodaran, *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Helion, Gliwice 2007, s. 1100.

³⁶ Por. z badaniami na rynku amerykańskim: A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz, *Value Based Management. Koncepcje, narzędzia i przykłady*, Poltext, Warszawa 2008, s. 437.

Tabela 3

Źródła finansowania wykupów akcji własnych w latach 2004–2007

Wyszczególnienie	Liczba	%
1) Zysk netto jako źródło wykupu, w tym:	20	74,1
a) kapitał rezerwowy	10	37,1
b) kapitał zapasowy	6	22,2
c) brak wskazania kapitału	4	14,8
2) Inne źródła	7	25,9
Razem	27	100,0

Źródło: jak do tab. 1.

Ze wszystkich spółek objętych badaniem, tylko jedna (Centrostal SA) dokładnie określiła źródła finansowania wykupu (środki własne, kredyty bankowe oraz środki ze sprzedaży zbędnych składników majątku, nieruchomości, akcji i udziałów w innych podmiotach). Ponadto tylko jedna spółka (Netia SA) przyznała za umorzone akcje świadectwa użytkowe.

Natomiast w przypadku umorzenia obligatoryjnego wszystkie 3 wykupy sfinansowano z zysku spółki, z czego 2 spółki na wynagrodzenie przeznaczyły kwoty z kapitałów rezerwowych, a 1 przedsiębiorstwo z kapitału zapasowego utworzonego z zysku z lat ubiegłych.

Należy zatem stwierdzić, iż spółki akcyjne preferują finansowanie wynagrodzenia za umorzone akcje z zysku netto, co może świadczyć o tym, iż wola nie przeprowadzać postępowania konwokacyjnego, lub o tym, że akcjonariusze, od których odkupywane są akcje, wymagają zaspokojenia roszczeń jak najwcześniej, tj. jeszcze przed obniżeniem kapitału zakładowego, co możliwe jest tylko w sytuacji, gdy źródłem finansowania wykupu jest zysk.

Przeprowadzone wcześniej przez autorkę badania wykazały, iż między zyskiem netto a wysokością wykupu istnieje silna i jednokierunkowa zależność korelacyjna, a spółki nabywające akcje własne są w przeważającej mierze przedsiębiorstwami rentownymi³⁷. Warto jednakże pogłębić te badania i porównać rentowność spółek z sektorowymi stopami zwrotu z kapitału własnego oraz z aktywów.

W tab. 4 zawarto wartości współczynników rentowności kapitału własnego (ROE) i aktywów (ROA) wyliczonych dla sektorów i spółek, które w latach 2004–2007 dokonały umorzenia akcji własnych. W badaniu uwzględniono również rok 2003, gdyż lata, w których nabywano i umarzano akcje są zwykle rozbieżne. Badane spółki dokonywały zwykle umorzenia w kolejnym roku po wykupie akcji³⁸.

³⁷ Zob. A. Pieloch, *Ocena znaczenia wysokości wyników finansowych spółek w realizacji wykupu akcji własnych*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 48–50.

³⁸ Zob. „Roczniki Giełdowe” z lat 2004–2007, Główny Urząd Statystyczny, www.stat.gov.pl.

Tabela 4

Wskaźniki rentowności dla sektorów i spółek nabywających akcje własne

Sektor/ Spółki	ROE (%)					ROA (%)				
	2003	2004	2005	2006	2007	2003	2004	2005	2006	2007
Przemysł chemiczny	11,9	14,6	12,1	12,6	10,6	7,3	9,0	9,3	8,9	6,8
Śnieżka SA	16,7	17,7	16,2	14,7	21,6	10,0	12,7	12,5	11,2	12,3
Boryszew SA*	17,8	9,7	1,8**	-21,6	5,0	10,9	5,0	0,6	-6,0	1,8
Stomil SA	27,8	37,5	16,7	18,2	21,4	11,4	22,0	10,1	11,4	14,8
Przemysł drzewny i papierniczy	17,4	17,0	9,4	12,4	15,3	10,4	8,1	6,5	5,5	11,3
Paged S.A.	10,2	8,3	11,4	20,8	8,9	9,0	7,8	10,8	19,3	8,0
Grajewo S.A.	22,1	17,6	12,9	11,5	25,4	17,7	13,9	8,0	6,4	12,3
Przemysł materiałów. budowlanych	8,0	8,9	8,5	7,7	6,5	3,4	6,8	2,4	2,6	4,9
Irena SA	5,6	2,4	0,1	-8,2	-1,0	3,6	1,5	0,0	-5,0	-0,6
Lentex SA*	3,5	5,1	-3,7	6,6	5,5	3,0	4,1	-3,0	5,6	4,4
Przemysł metalowy	11,2	15,7	13,1	20,2	9,2	5,8	8,4	8,5	11,8	9,4
Impexmet SA	5,6	5,4	3,2	10,0	8,1	4,0	3,5	1,9	6,1	4,9
FAM SA	17,3	5,8	8,1	8,8	-1,2	10,7	4,6	6,2	5,2	-0,8
Przemysł elektromaszynowy	5,2	7,4	8,5	15,3	13,9	2,1	4,0	4,1	6,3	7,1
Apator SA	20,8	48,8	31,4	40,4	35,1	14,9	35,2	23,3	31,7	30,7
Przemysł spożywczy	10,9	14,0	10,9	7,5	6,9	4,2	4,5	4,7	4,5	3,8
Jutrzenka SA	5,7	20,7	10,5	12,4	32,0	4,6	11,4	5,8	7,2	15,4
Żywiec SA	18,5	9,7	26,5	35,3	50,8	12,2	5,2	13,7	14,5	16,8
Wawel SA	10,5	27,7	25,4	32,8	14,2	5,4	16,5	13,8	21,8	10,7
Budownictwo	-10,6	3,0	10,3	13,8	14,5	-6,9	0,6	4,9	6,3	7,4
Prochem SA	2,5	12,5	23,2	23,3	10,2	1,8	3,2	5,4	10,6	4,2
Hydrobudowa SA*	30,5	4,2	1,9	11,2	28,9	3,6	0,2	0,6	2,8	6,9
Media	11,8	8,3	22,4	14,0	8,4	5,0	6,4	16,3	9,9	5,2
TVN SA	46,7	57,1	51,9	19,8	14,6	4,6	12,3	13,8	10,0	8,0
Agora SA	0,8	3,8	12,4	-0,9	7,1	0,6	3,0	9,4	-0,7	5,4
Telekomunikacja	7,9	14,6	6,8	9,2	5,6	2,1	6,5	4,1	4,7	3,6
Netia SA	2,0	3,3	3,3	-15,5	-3,7	1,9	3,1	3,1	-14,3	-3,2
Handel	16,5	26,0	16,6	12,6	10,9	3,5	7,1	5,0	6,1	4,1
Wandalex SA	7,0	14,1	9,4	11,1	9,5	3,5	7,6	5,8	6,0	4,9
Centrostal SA	-1,0	2,6	-3,7	3,1	0,5	-0,4	1,0	-1,4	1,1	0,4
TIM SA	8,0	51,1	41,2	47,0	18,3	1,2	12,0	11,3	13,9	12,1
Prosper SA	6,0	-17,9	7,0	8,0	1,5	1,6	-4,3	1,7	1,9	0,3

* Spółki, które dokonały umorzenia częściej niż raz w roku.

** Wartość wskaźnika dla roku, w którym wykupiono akcje własne.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Notoria Serwis. Wyniki finansowe spółek giełdowych. Wersja 2008.

Wartości sektorowe współczynników rentowności uzyskano obliczając *ROE* i *ROA*³⁹ dla wszystkich przedsiębiorstw z sektora, a następnie oczyszczono próbę badawczą z obserwacji nietypowych, tzn. dla każdego sektora wyliczono kwartyle i odstęp międzykwartylowy oraz płótek zewnętrzny górny i dolny. Następnie wyliczono średnią arytmetyczną z wartości niższych od płotka zewnętrznego górnego i wyższych niż płótek zewnętrzny dolny. Uzyskane wartości wskaźników przedstawiono w tab. 4.

Wśród wszystkich spółek, które przeprowadziły w analizowanym okresie wykupy akcji własnych, dominują te, których rentowność kapitałów własnych i aktywów była wyższa od wartości *ROE* i *ROA* wyliczonych w ujęciu sektorowym. Na 22 badane spółki, 11 z nich dokonało 14 odkupień w latach, w których wykazały ponadprzeciętną rentowność w stosunku do rentowności sektora. Wyższe niż przeciętne wskaźniki rentowności odnotowano w 9 przedsiębiorstwach przemysłowych, które dokonały 10 wykupów. Z kolei w makrosektorze handel i usługi prawie połowa odkupień akcji własnych (4) dokonana została przez spółki, których wskaźniki rentowności przewyższały wskaźniki sektorowe. Ponadto, rentowność kapitału własnego była wyższa od sektorowej średnio o 14,8 pkt proc., a rentowność aktywów przewyższała tę sektorową przeciętnie o 7,7 pkt proc. Spółki charakteryzujące się ponadprzeciętną rentownością, w stosunku do rentowności sektorowej, dominowały w przemyśle drzewnym i papierniczym oraz w budownictwie.

Natomiast 9 spółek charakteryzowało się rentownością niższą niż średnia rentowność sektora. Wśród nich 5 dokonało wykupu, finansując go z wypracowanego zysku netto, a 4 przeznaczyły na nabycie środki finansowe pochodzące z innych niż zysk źródeł. W badanej grupie przedsiębiorstw wskaźnik *ROE* był niższy od sektorowego średnio o 7,6 pkt proc., a *ROA* przeciętnie o 4,6 pkt proc.

Z kolei 4 spółki z sektorów: handel, telekomunikacja oraz media wykupiły akcje własne, mimo iż nie były przedsiębiorstwami rentownymi. W trzech przypadkach jako źródło finansowania wskazały one kapitały rezerwowe utworzone z zysku z lat ubiegłych, a jedna nierentowna spółka zaciągnęła na ten cel kredyt bankowy.

Porównując wartości wskaźników rentowności w czasie, zauważyć należy, iż 59,3% analizowanych wykupów miało miejsce w latach, w których spółki osiągały wyższe wartości tych wskaźników w stosunku do lat ubiegłych. Z kolei 7 spośród badanych przedsiębiorstw było rentownych, jednakże wykupiły one akcje własne, mimo iż ich rentowność spadła. Natomiast 4 nabyć dokonały spółki nierentowne (zob. tab. 5).

Istotne jest, iż wśród przedsiębiorstw osiągających coraz wyższą rentowność wartości wskaźnika rentowności kapitału własnego wzrosły w roku wykupu średniorocznie o 12,3 pkt proc. w stosunku do roku poprzedniego. W połowie

³⁹ *ROE* i *ROA* wyliczono według formuły przyjętej przez Notoria Seris. Wyniki finansowe spółek giełdowych. Wersja 2008.

tych przedsiębiorstw rentowność wzrosła o co najmniej 8,8 pkt proc., w 75% przypadków wzrost wartości wskaźnika *ROE* był większy niż 4,2 pkt proc., a w 25% nabyć rentowność kapitału własnego wzrosła o więcej niż 10,0 pkt proc. Z kolei rentowność aktywów wzrosła przeciętnie o 3,6 pkt proc., mediana wyniosła 2,0 pkt proc., kwartył dolny 1,1 pkt proc., a górny 4,0 pkt proc. (zob. tab. 6).

Tabela 5

Zmiany w czasie rentowności spółek nabywających akcje własne w latach 2003–2007

Wyszczególnienie	Liczba	%
1) Wzrost rentowności spółki	16	59,3
2) Spadek rentowności spółki, w tym:	11	40,7
a) wartość wskaźnika dodatnia	7	25,9
b) wartość wskaźnika ujemna	4	14,8
Razem	27	100,0

Źródło: jak do tab. 4.

Tabela 6

Wartości miar pozycyjnych oraz średni wzrost rentowności przedsiębiorstw nabywających akcje własne w latach 2003–2007 (pkt proc.)

Wyszczególnienie	Średnia arytmetyczna	Mediana	Kwartył dolny	Kwartył górny
Wzrost rentowności kapitału własnego	12,3	8,8	4,2	10,0
Spadek rentowności kapitału własnego	8,1	6,6	3,9	11,6
Spadek i utrata rentowności kapitału własnego	15,6	16,1	20,1	11,6
Wzrost rentowności aktywów	3,6	2,0	1,1	4,0
Spadek rentowności aktywów	6,9	6,1	3,8	11,3
Spadek i utrata rentowności aktywów	10,0	8,4	6,4	11,9

Źródło: jak do tab. 4.

Wśród przedsiębiorstw, które dokonały wykupu akcji własnych w roku, w którym rentowność spadła, zaobserwowano średnioroczne obniżenie *ROE* o 8,1 pkt proc. W połowie z nich spadek rentowności kapitału własnego był większy niż 6,6 pkt proc., a w 75% rentowność obniżyła się o więcej niż 3,9 pkt proc. Natomiast rentowność aktywów spadła średnio o 6,9 pkt proc., z czego

w połowie przedsiębiorstw zmniejszyła się o 6,1 pkt proc., a w co czwartym przedsiębiorstwie spadła o mniej niż 3,8 pkt proc.

W przypadku spółek, które utraciły rentowność w roku wykupu akcji własnych, wartości *ROE* spadły o przeciętnie o 15,6 pkt proc., a *ROA* średnio o 10,0 pkt proc. Jednakże, jak już zostało wspomniane, spółki te finansowały nabycie akcji z zysku z lat poprzednich lub kapitałów obcych.

Konkludując, należy stwierdzić, iż większość spółek nabywających akcje własne to przedsiębiorstwa rentowne. W analizowanej zbiorowości stanowiły one bowiem 85,2% wszystkich przedsiębiorstw. Ponadto, spółki wykupujące akcje własne zarówno wykazują zwykle ponadprzeciętną rentowność w stosunku do średniej rentowności sektorowej, jak i odkupują zazwyczaj swoje akcje w momencie, gdy ich rentowność wzrasta.

6. ZAKOŃCZENIE

Przeprowadzone wśród publicznych spółek akcyjnych, które w latach 2004–2007 dokonały umorzenia akcji własnych, badania wykazały, iż w większości przypadków głównym celem nabycia akcji jest ich umorzenie, a zasadniczym motywem jego przeprowadzenia staje się uporządkowanie struktury akcjonariatu. Przeważająca liczba umorzeń ma charakter dobrowolny i dokonywana jest za wynagrodzeniem. Spółki stosują różne metody wykupu akcji własnych, jednakże najchętniej wykorzystują transakcje otwartego rynku.

Wyniki empirycznej weryfikacji hipotezy badawczej wykazują, iż najczęstszym źródłem finansowania wykupu jest kwota przeznaczona do podziału między akcjonariuszy, rzadziej inne źródła, np. kredyty bankowe. Spółki również decydują się na wydanie świadectw użytkowych. Ponadto znaczna większość przedsiębiorstw nabywających akcje własne charakteryzuje się ponadprzeciętną rentownością zarówno w stosunku do rentowności sektora, jak i ich rentowności z lat ubiegłych.

Aleksandra Pieloch

NET PROFIT AS A SOURCE OF FINANCING SHARE REPURCHASES DONE BY POLISH COMPANIES QUOTED ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE

The main purpose of this article is to present the results of the studies conducted on Polish public companies listed on Warsaw Stock Exchange which decided to repurchase their shares at least once within four year period 2004–2007.