

*Aleksandra Pieloch**

SPOSOBY ODKUPIENIA AKCJI WŁASNYCH SPÓLEK PUBLICZNYCH A MOTYWY JEGO PRZEPROWADZANIA

1. WSTĘP

Zasadniczym celem opracowania jest zaprezentowanie rezultatów studiów literaturowych nad metodami nabycia akcji własnych stosowanymi przez spółki publiczne, jak również przedstawienie wyników badań empirycznych dotyczących sposobów wykupu tych walorów przez spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w relacji do motywów jego przeprowadzania. Problem ten wydaje się być interesujący poznawczo i praktycznie z uwagi na jego ważność w formułowaniu i realizacji strategii wzrostu wartości przedsiębiorstwa oraz kształtowania polityki wypłat dywidendy.

Cel artykułu realizowany jest przez empiryczną weryfikację hipotezy badawczej stanowiącej, iż wybór metody nabycia akcji własnych warunkowany jest odmiennymi motywami przeprowadzenia odkupienia.

Postawiona hipoteza badawcza wydaje się być ważna przede wszystkim z punktu widzenia przyczyn, dla których emitenci decydują się na odkupienie wyemitowanych przez nich akcji. Spółką mogą bowiem kierować różnorakie motywy związane z wykupem własnych walorów. Najczęściej wskazywanymi w literaturze przedmiotu przyczynami nabycia akcji własnych są: wypracowanie przez spółkę nadwyżek środków pieniężnych, brak alternatywnych możliwości inwestycyjnych, zmiana struktury kapitałowej, obrona przed wrogim przejęciem, stopniowe ograniczanie rozmiaru działalności spółki, zmiana struktury akcjonariatu, rozłożona w czasie możliwość realizacji wypłat pieniężnych, alternatywna forma wypłaty dywidendy pieniężnej oraz niedowartościowanie akcji spółki na rynku¹.

* Dr, asystent w Katedrze Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa UŁ.

¹ 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:*

Weryfikacja postawionej hipotezy badawczej dokonana została na próbie 72 spółek akcyjnych notowanych na rynku głównym GPW w Warszawie, które w latach 2004–2009 przynajmniej jeden raz przeprowadziły nabycie akcji własnych. Były to przedsiębiorstwa przemysłowe, handlowe oraz usługowe.

Podstawowym sposobem weryfikacji hipotezy badawczej jest studium literaturowe oraz analiza raportów bieżących i okresowych spółek giełdowych umieszczonych w bazie danych *GPWInfoStrefa* oraz na portalach finansowych *Money.pl* i *Bankier.pl*.

2. METODY WYKUPU AKCJI WŁASNYCH

W praktyce funkcjonowania rynków kapitałowych wykształciło się wiele różnych metod nabycia akcji własnych. Metody te klasyfikować można ze względu na:

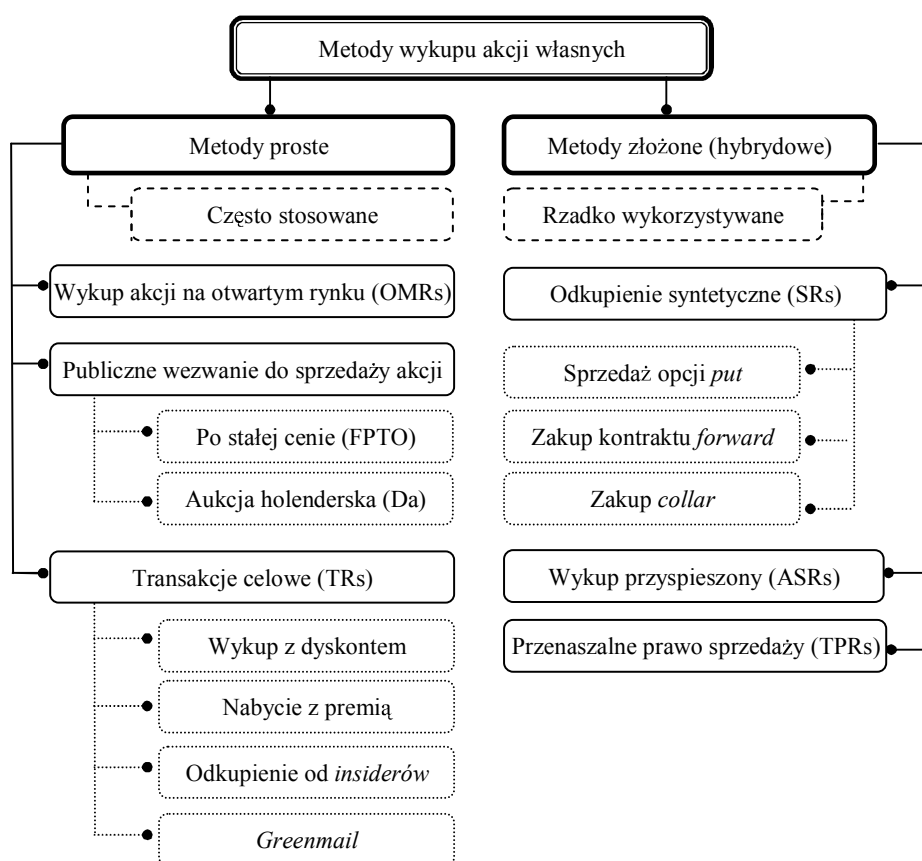
- cenę nabycia (wykup po cenie rynkowej, stałej, negocjowanej),
- proporcjonalność nabycia² (wykup proporcjonalny bądź nieproporcjonalny),
- wielkość odkupienia (wykup maksymalnej prawnie określonej liczby akcji lub części akcji mogących być przedmiotem nabycia),
- czas trwania procesu nabycia (wykup rozłożony w czasie, jednorazowy bądź przyspieszony),
- strony biorące udział w transakcji (wykup menedżerski, pracowniczy, od akcjonariuszy mniejszościowych, od inwestorów strategicznych, przy udziale instytucji finansowej),
- podmiot dokonujący nabycia (wykup przez emitenta lub wyspecjalizowaną instytucję finansową),
- dostępność oferty dla inwestora (wykup akcji wszystkich serii lub tylko określonej serii),
- cel, jaki przedsiębiorstwo chce osiągnąć (wykup w celu zwiększenia ceny akcji, zmiany struktury właścicielskiej, obrony przed przejęciem itp.),
- zgodność z prawem (wykup przeprowadzony zgodnie z literą prawa lub z naruszeniem przepisów prawnych),
- elastyczność nabycia³ (wykup elastyczny i nieelastyczny) oraz

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.

² Wykup proporcjonalny charakteryzuje się nabyciem od każdego akcjonariusza tej samej liczby akcji za tę samą cenę. Umożliwia on równomierny zwrot korzyści finansowych właścicielom i nie zmienia struktury własności kapitału podstawowego.

– złożoność metody nabycia i związanej z nią częstotliwości wykorzystania wybranego sposobu odkupienia.

Według kryterium złożoności metody odkupienia akcji własnych wyróżnić należy metody proste oraz złożone, które nazywać można również metodami hybrydowymi (zob. rys. 1). Pierwsze z wymienionych metod są – ze względu na łatwość ich zastosowania – znacznie częściej spotykane w praktyce rynków kapitałowych niż metody złożone, które wykorzystywane są przez spółki-emitentów jedynie na rozwiniętych rynkach kapitałowych, w szczególności na rynku amerykańskim.



Rys. 1. Podział metod wykupu akcji własnych według kryterium złożoności metody i częstotliwości jej występowania

Źródło: opracowanie własne.

³ Pod pojęciem elastyczności nabycia rozumie się w tym przypadku możliwość odstąpienia od ogłoszonego wykupu, jak również zawieszenie bądź wcześniejsze zakończenie rozpoczętego wykupu akcji własnych.

Do prostych sposobów wykupu akcji własnych należą odpowiednio: nabycie na otwartym rynku, publiczne wezwanie do sprzedaży akcji po określonej cenie bądź w postaci aukcji holenderskiej oraz transakcje indywidualnie negocjowane z inwestorem. Wśród transakcji celowych dominują wykupy z dyskontem, a w następnej kolejności znajdują się odkupienia z premią, nabycia od *insiderów* oraz transakcje typu *greenmail*⁴. Z kolei spośród zbioru złożonych i zarazem rzadko wykorzystywanych w praktyce rynków kapitałowych metod odkupienia akcji własnych wyróżnić należy odkupienie syntetyczne, nabycie przyspieszone oraz tzw. przenaszalne prawo sprzedaży⁵.

Najczęściej stosowaną przez spółki metodą wykupu akcji własnych są nabycia w ramach transakcji otwartego rynku (ang. OMRs – *open market share repurchases*). Metoda ta zdecydowanie dominuje na większości rynków kapitałowych. Wśród spółek amerykańskich transakcje odkupienia akcji przeprowadzone właśnie w taki sposób stanowiły ponad 90% wszystkich wykupów⁶. W Kanadzie nabycie akcji własnych przy użyciu operacji otwartego rynku ukształtowało się na poziomie 92% wszystkich nabyć, w Japonii wskaźnik ten wyniósł 95%, w Wielkiej Brytanii 66%, Niemczech 93%, a we Francji 85%⁷. Również na warszawskim parkiecie wykupy na otwartym rynku są dominującą metodą nabycia akcji przez ich emitenta. W latach 2004–2008 odkupienia tą właśnie metodą przez spółki z sektora przemysłu oraz handlu i usług stanowiły przeszło 70% wszystkich wykupów akcji własnych dokonanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie⁸.

Za zasadniczą przyczynę tak znacznego i częstego zastosowania w praktyce tej metody nabycia własnych walorów można uznać fakt, iż przeprowadzenie wykupu po cenach rynkowych sprawia, że taki sposób odkupienia akcji jest dla spółki względnie tani. Spółka nie jest bowiem zobligowana proponować inwestorom – za wycofanie się z inwestycji – premii ponad cenę rynkową. Stosując operacje otwartego rynku spółka sukcesywnie nabywa niewielkie pakiety akcji na giełdzie, zwykle za pośrednictwem biura maklerskiego.

Wykup akcji własnych po cenach rynkowych przebiega według ustalonego przez walne zgromadzenie akcjonariuszy planu wykupu, który zawiera m. in.: liczbę akcji, które zostaną odkupione, czas przeprowadzenia programu skupu

⁴ U. C. Peyer, T. Vermaelen, *The Many Facets of Privately Negotiated Share Repurchases*, „Journal of Financial Economics” 2005, Vol. 75, s. 365.

⁵ A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz, *Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykłady*, Poltext, Warszawa 2008, s. 437.

⁶ T. Vermaelen, *Share Repurchases Can Be a Good Deal*, „Financial Times”, 19 October 2006, s. 1.

⁷ Obliczenia własne na podstawie: T. Vermaelen, *Share Repurchases*, „Foundations and Trends in Finance” 2005, Vol. 1, No. 3, s. 189–199.

⁸ A. Pieloch, *Determinanty wyboru metody wykupu akcji własnych na GPW w Warszawie SA*, [w:] J. Ostaszewski (red.), *Dylematy kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2009, s. 377–394.

akcji oraz maksymalną cenę, za jaką akcje mogą zostać nabyte od właścicieli. Zastosowanie takiej procedury wykupu ma na celu zapewnienie przejrzystości procesu oraz zapobieżenie manipulacji kursem akcji⁹.

Charakterystyczną cechą transakcji na otwartym rynku jest elastyczność nabycia, która oznacza, że spółka może odstąpić od ogłoszonego programu wykupu swoich walorów, zawiesić go na określony czas lub też przerwać rozpoczętą procedurę odkupienia nabywając mniejszą liczbę walorów od wskazanej w planie wykupu. Należy zaznaczyć, iż ogłoszenie przez spółkę programu nabycia akcji własnych na otwartym rynku nie obliguje emitenta do przeprowadzenia odkupienia. Ponadto, spółka nie jest zobowiązana do kontynuowania wykupu akcji w kolejnych latach i odkupienie może być działaniem jednorazowym. Na wielu rynkach europejskich wykupy akcji własnych mają charakter pojedynczych działań i nie są wpisane w długofalową strategię finansową przedsiębiorstw.

W warunkach polskich, pierwszy wielokrotny i trwający kilka kolejno następujących po sobie lat program skupu akcji przeprowadziła Wólczanka SA, stabilizując tym samym kurs rynkowy swoich akcji¹⁰. W latach 2006–2009 coroczne nabywanie własnych walorów miało miejsce m. in. w następujących spółkach: Żywiec SA, Paged SA, CEZ SA, Jutrzenka SA oraz Macrologic SA. W latach 2007–2009 akcje własne wykupywały m. in. Śnieżka SA, Ropczyce SA, Multimedia SA oraz Jupiter SA, w okresie 2001–2004 Prochem SA, a w latach 2001–2003 Lentex SA.

Publiczne wezwanie do sprzedaży akcji ma miejsce w formie wezwania po określonej cenie (ang. FPTO – *fixed price tender offer*) lub w drodze aukcji holenderskiej (ang. Da – *Dutch action*).

Stosując publiczne wezwanie do sprzedaży akcji po określonej cenie spółka sama wyznacza określoną liczbę akcji, które wykupi oraz cenę po jakiej dokona skupu. Cena ta jest zazwyczaj wyższa od aktualnej ceny rynkowej, czyli cena nabywanych akcji zawiera tzw. premię. Wysokość premii ponad wartość rynkową akcji determinowana jest wieloma czynnikami. J. W. Wansley, W. R. Lane oraz S. Sarkar wykazali, że na wysokość premii wpływają: struktura zadłużenia, wielkość wykupu, struktura akcjonariatu, zagrożenie wrogim przejęciem, różnica między ceną rynkową akcji a ich wartością wewnętrzną¹¹.

Wezwanie do sprzedaży po określonej cenie kierowane jest do wszystkich właścicieli, a spółka oczekuje na deklaracje sprzedaży przez nich określonej liczby akcji. Jeżeli na ofertę odpowie mniej akcjonariuszy niż przewidywano,

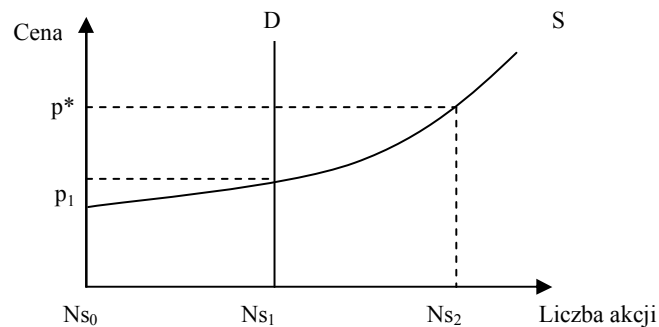
⁹ A. Szablewski, *Dywidenda i wykup akcji*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie”, 2007, nr 2, s. 67.

¹⁰ M. Grudziński, *Wykupy własnych akcji*, „CEO. Magazyn Top Menedżerów”, Grudzień 2008, www.ceo.cxo.pl.

¹¹ J. W. Wansley, W. R. Lane, S. Sarkar, *Management's View on Share Repurchase and Tender Offer Premiums*, „Financial Management”, Autumn 1999, s. 97–110.

czas przeprowadzenia wykupu może zostać wydłużony w przypadku, gdy program odkupienia tak stanowi. Z kolei w sytuacji, gdy na wezwanie odpowie więcej inwestorów, tzn. akcjonariusze będą skłonni sprzedać więcej akcji niż zamierzano odkupić, spółka może dokonać proporcjonalnej redukcji wszystkich ofert¹² lub nabyć dowolną liczbę akcji z przedziału pomiędzy tzw. celową liczbą akcji a liczbą akcji zgłoszoną do odkupu¹³.

T. Vermaelen wskazuje, że w przypadku, gdy oferowana cena jest niższa bądź równa rynkowej cenie akcji po ogłoszeniu zamiaru wykupu, na wezwanie odpowie niedużo akcjonariuszy. Natomiast, jeżeli ustalona cena będzie znacznie przewyższać kurs rynkowy, wtedy inwestorzy będą chcieli sprzedać dużo więcej akcji niż zakładano. Taka sytuacja oznaczać będzie, że spółka chce odkupić akcje ze zbyt wysoką premią¹⁴ (zob. rys. 2).



Rys. 2. Publiczne wezwanie do sprzedaży akcji po określonej cenie

Źródło: opracowanie własne na podstawie: T. Vermaelen, *Share Repurchases*, „Foundations and Trends in Finance” 2005, Vol. 1, No. 3, s. 178.

Na rys. 2 przedstawiono krzywą podaży akcji (S) oraz krzywą popytu na akcje własne (D). Jeżeli spółka chce nabyć w drodze publicznej oferty liczbę Ns_1 akcji własnych po ustalonej cenie równej p^* (większej niż wynikałoby to z równowagi popytu i podaży, czyli przy cenie p_1), to w takiej sytuacji inwestorzy będą gotowi sprzedać większą liczbę akcji równą Ns_2 . W takim przypadku, spółka może nabyć dowolną liczbę akcji z przedziału $(Ns_1; Ns_2)$.

Pierwszą publiczną ofertę wykupu własnych walorów po stałej cenie skierowała do swoich akcjonariuszy w latach 90-tych Polfa Kutno SA. W rezultacie odkupienia kurs rynkowy jej akcji trwale wzrósł, a wezwanie stworzyło akcjonariuszom dodatkową, a zarazem efektywną możliwość zakończenia inwestycji. W kolejnych latach omawianą metodę odkupienia własnych walorów stosowały

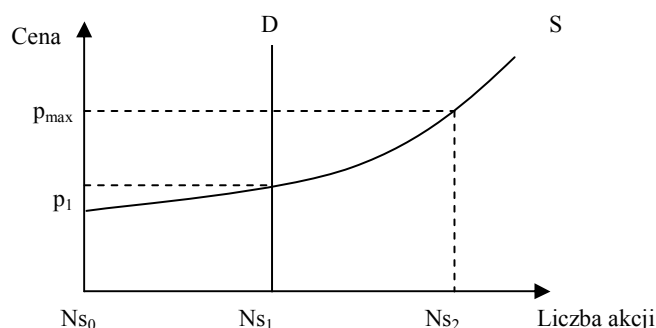
¹² T. S ó j k a, *Umorzenie akcji*, Zakamycze, Kraków 2004, s. 76.

¹³ T. V e r m a e l e n, *Share Repurchases*, op. cit., s. 173.

¹⁴ T. V e r m a e l e n, *Share Repurchases Can Be...*, op. cit., s. 1.

również inne przedsiębiorstwa notowane na GPW w Warszawie. Wśród spółek, których programy wykupu akcji własnych dawały możliwość nabycia walorów tą metodą, znalazły się m. in.: Complex SA, Konsorcjum Stali SA, Lubawa SA, Panova SA, Pepees SA, Wilbo SA, Yawal SA, Jutrzenka SA, Unima SA, Żywiec SA, WSiP SA, COMP SA, Aparator SA, Orzeł Biały SA, TIM SA oraz Multimedia SA. Należy jednakże zaznaczyć, iż w większości przypadków nabycie akcji własnych w drodze publicznej oferty odkupienia po stałej cenie było stosowane przez spółki najczęściej jako druga metoda odkupienia obok nabycia akcji własnych w ramach operacji otwartego rynku. Nie był to więc zasadniczy sposób wejścia w posiadanie własnych walorów. Ponadto, niektóre spółki – mimo zawarcia w programach wykupu możliwości nabycia akcji własnych w drodze publicznego wezwania po stałej cenie – nigdy nie skorzystały z tej metody odkupienia.

Rzadziej spotykanym w praktyce rynków kapitałowych sposobem wykupu własnych akcji jest publiczna oferta sprzedaży w formie aukcji holenderskiej. Metoda ta przesuwaa znaczną część ryzyka określenia prawidłowej ceny akcji ze spółki na akcjonariuszy¹⁵. Spółka ogłasza maksymalną cenę, jaką może zaofiarować za swoje akcje (p_{max}), a akcjonariusze – odpowiadając na wezwanie – określają liczbę akcji, którą chcą sprzedać oraz cenę, za jaką będą skłonni dokonać transakcji (zob. rys. 3). Następnie nabywane są te akcje, których właściciele zaofiarowali najniższą cenę (p_1).



Rys. 3. Publiczne wezwanie do sprzedaży akcji w formie aukcji holenderskiej

Źródło: jak do rys. 2.

Należy wskazać, że w przypadku nabycia akcji własnych w drodze wezwania w formie aukcji holenderskiej, przedsiębiorstwo odkupi dokładnie żadaną liczbę akcji równą N_{s1} . Ponadto, wszyscy akcjonariusze otrzymają takie samo wynagrodzenie, tzn. p_1 za akcję. Jeżeli natomiast po cenie p_1 inwestorzy chcą

¹⁵ T. Sójka, *op. cit.*, s. 77.

sprzedać więcej akcji niż spółka gotowa jest nabyć, to w takim przypadku nastąpi proporcjonalna redukcja ofert.

Aukcja holenderska jest dla spółki wykupującej akcje własne korzystniejszą względem wezwania do sprzedaży po stałej cenie metodą wykupu akcji własnych z trzech następujących powodów:

– po pierwsze, jest to metoda tańsza. Nabywając w drodze aukcji holenderskiej akcje własne w liczbie równej N_{s_1} , spółka zachowuje środki finansowe w ilości $N_{s_1}(p_{\max} - p_1)$;

– po drugie, aukcja holenderska umożliwia wyeliminowanie z grona wspólników tzw. inwestorów pesymistycznych, czyli takich, którzy skłonni są sprzedać posiadane akcje po wyjątkowo niskiej cenie. Wykupienie akcji od tych akcjonariuszy jest szczególnie ważne w przypadku, gdy spółce zagraża przejęcie;

– po trzecie, aukcja holenderska umożliwia reagowanie inwestorów na sytuację na rynku kapitałowym. W przypadku, gdy sytuacja rynkowa pogarsza się, proponowana przez inwestorów cena będzie niższa, co zilustrować należy spłaszczeniem krzywej podaży (S). W takim przypadku, spółka zakupi akcje własne za cenę niższą niż p_1 .

D. G. Gay, J. R. Kale oraz T. H. Noe zauważają, że specyfika aukcji holenderskiej uwidacznia się w składaniu ofert sprzedaży, a nie – jak w przypadku tradycyjnej aukcji – ofert kupna. Cena sprzedaży wyznaczana przez właścicieli jest z reguły niższa niż w przypadku publicznego wezwania po stałej cenie i uzależniona jest od dwóch zasadniczych czynników, a mianowicie: oczekiwań właścicieli dotyczących perspektyw rozwojowych spółki i jej potencjalnej rentowności oraz wysokości podatku od zysków kapitałowych¹⁶.

W sytuacji, kiedy akcjonariusz oczekuje dobrych wyników finansowych przedsiębiorstwa, jego wymagania co do wysokości ceny – za jaką skłonny jest sprzedać spółce posiadane akcje – rosną, a wraz z nimi proponowana przez niego cena sprzedaży. Zatem właściciele posiadający różne informacje dotyczące prognozowanych zysków będą proponować spółce odkupienie akcji po różnych cenach.

W praktyce rynków kapitałowych może wystąpić również przypadek, gdy akcjonariusze dysponujący tożsamą wiedzą, co do dalszych perspektyw rozwojowych przedsiębiorstwa i jego potencjalnych wyników, zaoferują spółce różne ceny, za jakie skłonni są sprzedać akcje. Właściciele, ustalając cenę sprzedaży akcji, biorą bowiem pod uwagę także wysokość podatku od zysków kapitałowych, który będą musieli zapłacić. Wysokość uiszczanego przez akcjonariuszy podatku z tytułu zbycia akcji własnych spółce, zależy od różnicy między ceną wykupu a nakładami, jakie poniósł inwestor nabywający akcje spółki. W przy-

¹⁶ D. G. Gay, J. R. Kale, T. H. Noe, *(Dutch) Auction Share Repurchases*, „Economica” 1996, Vol. 63, s. 57–80.

padku nabycia akcji na giełdzie nakładem inwestora będzie cena nabycia. W sytuacji gdy akcje nabyto w drodze dziedziczenia za nakład przyjmuje się wartość rynkową akcji w określonym dniu. Jeżeli zaś akcjonariusz wszedł w posiadanie akcji w drodze darowizny nakład stanowić będzie cena nabycia lub cena rynkowa akcji w dniu przekazania darowizny. Akcjonariusze, którzy ponieśli wyższe nakłady (co oznacza niższy podatek od zysków kapitałowych przy określonej cenie sprzedaży), będą skłonni zaoferować spółce akcje po niższej cenie niż ci, których nakłady były wyższe¹⁷.

Wskazać należy, iż wartości wykupu akcji własnych metodą publicznego wezwania do sprzedaży akcji – zarówno po określonej cenie, jak i w formie przetargu holenderskiego – są znacząco większe niż wartości odkupienia przeprowadzonego na otwartym rynku, co wynika z faktu, iż koszty takiego wykupu są w dużej mierze kosztami stałymi, takimi jak koszty publikacji oferty czy koszty ubezpieczenia¹⁸. Zatem wyższe stałe koszty odkupienia akcji własnych są wydatkami uzasadnionymi ekonomicznie tylko dla większej skali wykupu¹⁹.

Transakcje negocjowane indywidualnie z inwestorem zwane są także transakcjami pakietowymi, prywatnymi lub celowymi (ang. TRs – *target repurchases*). Polegają one na negocjowaniu umowy kupna z właścicielem posiadającym znaczący pakiet akcji. Inwestorowi oferowane są zazwyczaj w tym przypadku wysokie premie ponad wartość rynkową. W prezentowanej metodzie dopuszczalna jest także sprzedaż akcji po cenie rynkowej, a nawet poniżej tej ceny, czyli z tzw. dyskontem.

W systemie wykupu akcji własnych wyróżnić należy cztery podstawowe przypadki transakcji celowych. Są to: *greenmail*, odkupienie akcji od *insiderów*, wykup z premią oraz nabycie z dyskontem.

W przypadku transakcji *greenmail*, spółka nabywa akcje własne od grożącego jej przejęciem podmiotu płacąc wysoką premię ponad wartość rynkową akcji. Zasadniczym motywem wykupu jest wtedy ochrona spółki przed przejęciem.

Odkupienie akcji własnych od *insiderów*, może służyć zmianie struktury akcjonariatu spółki, rozdzieleniu kadry zarządzającej od właścicieli, bądź też może stanowić możliwość dodatkowego wynagrodzenia menedżerów i pracowników spółki. W takim przypadku odkupienie akcji odbywa się zwykle po cenach rynkowych (ang. *zero-premium events*).

¹⁷ *Ibidem*, s. 59–60.

¹⁸ R. Comment, G. Jarrell, *The Relative Signaling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offer and Open-Market Share Repurchases*, „The Journal of Finance” 1999, Vol. 46, s. 1243–1271; A. R. Offer, A. V. Thakor, *A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends*, „The Journal of Finance” 1987, Vol. 42, s. 365–394.

¹⁹ A. N. Duraj, *Rezerwy a strategie finansowania publicznych spółek akcyjnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 112–113.

W sytuacji, gdy wykup akcji własnych metodą transakcji celowych następuje z premią ponad wartość rynkową akcji – i nie jest związany z transakcjami *greenmail* – zasadniczym motywem odkupienia jest wzrost ceny rynkowej akcji. Ponadto, odkupienie po cenach wyższych niż ceny rynkowe może mieć miejsce również w przypadku, gdy właściciele dążą do wyłączenia ze spółki jednego ze znaczniejszych jej akcjonariuszy, jednak nie dysponują sami wystarczającymi środkami pieniężnymi na odkupienie jego akcji. Transakcja tego typu może mieć również na celu dystrybucję znacznej części majątku spółki na rzecz wybranego akcjonariusza²⁰.

Nabycie akcji własnych z dyskontem ma miejsce w przypadku, gdy inwestor chce szybko wyjść z inwestycji, co sprawia, że jest on skłonny sprzedać posiadane akcje po cenie niższej niż rynkowa. Ponadto, wykupy takie stosowane są również w przypadku likwidacji przedsiębiorstwa lub ograniczenia rozmiarów jego działalności. Nabycie akcji z dyskontem jest wykorzystywane przez amerykańskie fundusze *closed-end funds*²¹, jak również szczególnie często ma miejsce w przypadku spółek australijskich²².

Zaprezentowany w opracowaniu podział transakcji celowych został wprowadzony przez U. Peyera oraz T. Vermaelena, którzy – badając motywy nabycia akcji własnych – zaprzeczyli wcześniej panującemu przekonaniu, iż transakcje negocjowane indywidualnie z inwestorem należy rozumieć wyłącznie jako transakcje typu *greenmail*. Przeprowadzone przez nich badania wśród spółek amerykańskich wykazały, iż wykup akcji własnych metodą transakcji pakietowych tylko w 8% przypadków miał na celu ochronę spółki przed wrogim przejęciem. Należy również dodać, iż wśród przedsiębiorstw nabywających akcje metodą transakcji celowych prawie połowa przeprowadziła nabycie z dyskontem, co trzecia transakcja to wykup z premią, a 15% spółek nabyło akcje własne od menedżerów lub pracowników²³.

Do najrzadziej stosowanych na rynkach kapitałowych sposobów wykupu akcji własnych należą metody złożone, które nazwać można również metodami hybrydowymi ze względu na wykorzystanie w nich instrumentów pochodnych. Metody te zawierają w sobie zarówno samo nabycie akcji własnych, jak i możliwość ich zakupu po cenie niższej niż kurs giełdowy akcji, co związane jest ze specyfiką wykorzystywanych w tych transakcjach derywatyw.

²⁰ T. Sójka, *op. cit.*, s. 76.

²¹ Szerzej: G. E. Porter, R. L. Roenfeldt, N. W. Sicherman, *The Value of Open Market Repurchases of Closed-End Fund Shares*, „Journal of Business” 1999, Vol. 72, No. 2, s. 257–276; A. Akhigbe, D. Kim, J. Madura, *Price Performance Following Share-Repurchase Announcements by Closed-End Funds*, „The Financial Review” 2007, No. 42, s. 537–555.

²² Szerzej: C. Brown, *The Announcement Effect of Off-Market Share Repurchases in Australia*, „Australian Journal of Management”, December 2007, Vol. 32, No. 2, s. 369.

²³ U. C. Peyer, T. Vermaelen, *op. cit.*, s. 365.

Wśród sposobów nabycia własnych walorów przy zastosowaniu instrumentów pochodnych wyróżnia się trzy podstawowe metody: odkupienie syntetyczne, wykup przyspieszony i przenaszalne prawo sprzedaży.

Odkupienia syntetyczne (ang. SRs – *synthetic repurchases*) polegają na przeprowadzeniu wykupu akcji własnych przy użyciu instrumentów pochodnych. W praktyce gospodarczej wyróżnić należy trzy typy realizacji odkupienia syntetycznego. Są to sprzedaż opcji *put*, zakup *collar* oraz zakup kontraktu *forward*. Zasadniczą różnicą pomiędzy odkupieniem syntetycznym a pozostałymi metodami wykupu akcji własnych jest to, jak twierdzi T. Vermaelen, iż nabycie wspomagane wykorzystaniem instrumentów pochodnych pozwala spółce na czerpanie korzyści z zaniżonej wyceny akcji przez rynek bez zaangażowania przez nią własnych środków finansowych. Ta metoda wykupu sprawdza się – według tego autora – w szczególności w przypadku przedsiębiorstw, których akcje są niedowartościowane na giełdzie, a jednocześnie spółki te mają sztywne potrzeby wydatków kapitałowych, duże możliwości rozwojowe bądź też problemy finansowe²⁴.

Sprzedaż opcji *put* przez spółkę ogłaszającą program wykupu akcji własnych polega na zobowiązaniu się przez nią do nabycia określonej liczby akcji w przypadku, gdy ich cena rynkowa spadnie poniżej ceny kontraktu w terminie ważności opcji. W przypadku, gdy menedżerowie spółki nie mylą się co do niedowartościowania akcji przez rynek, opcja nie zostanie zrealizowana, a spółka uzyska *premium* w związku ze sprzedażą opcji.

Przeprowadzone na rynku amerykańskim badania wykazały, że znacząca większość tych kontraktów nie zostaje zrealizowana²⁵, co potwierdza zasadność użycia odkupienia syntetycznego w przypadku zaniżonej ceny rynkowej akcji. Z kolei, gdy menedżerowie spółki są w błędzie co do niedowartościowania akcji bądź też rynek nie zareaguje na ogłoszenie decyzji o wykupie wzrostem ich ceny akcji, opcja zostanie wyegzekwowana. Realizacja opcji nie jest jednak jednoznacznie związana z wpływem środków finansowych z przedsiębiorstwa. Spółka może bowiem uregulować opcję przy użyciu emisji nowych akcji²⁶.

G. Grullon oraz D. L. Ikenberry²⁷ wskazują, iż odkupienia syntetyczne są w przeciwieństwie do elastycznej metody wykupów akcji własnych na otwartym rynku, sztywnym zobowiązaniem przedsiębiorstwa do nabycia akcji. Spółka nie może zatem odstąpić od ogłoszonego zamiaru nabycia akcji własnych, zawiesić wykup na pewien czas ani też przerwać już rozpoczętego procesu nabycia akcji własnych.

²⁴ T. Vermaelen, *Share Repurchases*, *op. cit.*, s. 179.

²⁵ V. Atanasov, S. Gyoshev, S. Szewczyk, G. Tsetsekov, *Why Large Financial Institutions Buy Long-term Put Options from Companies*, Working Paper, Drexel University, 2004 [za:] T. Vermaelen, *Share Repurchases*, *op. cit.*, s. 179.

²⁶ T. Vermaelen, *Share Repurchases*, *op. cit.*, s. 179.

²⁷ G. Grullon, D. L. Ikenberry, *What Do We Know about Stock Repurchases?*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2000, Vol. 13, No. 1, s. 50–51.

W przypadku wykupu akcji własnych przy użyciu kontraktu *forward* spółka zobowiązuje się do wykupu wyznaczonej liczby akcji po określonej cenie w ustalonym terminie. Jeżeli, tak jak założyła spółka, cena akcji kształtuje się powyżej ceny kontraktu w dniu wykupu, spółka zyskuje nabywając akcje po cenie niższej niż ich wartość rynkowa. W przeciwnym wypadku spółka nabywa akcje drożej niż kształtuje się ich kurs, a przeprowadzenie wykupu akcji może zostać sfinansowane zarówno środkami pieniężnymi lub też, podobnie jak w przypadku opcji *put*, odbyć się przy pomocy emisji nowych akcji.

Zakup przez spółkę kontraktu *collar* polega na jednoczesnym nabyciu przez nią opcji *call* i sprzedaży opcji *put*. Podobnie jak w przypadku kontraktu *forward*, jeżeli okaże się, że akcje spółki były niedowartościowane przez rynek, spółka zyskuje nabywając swoje walory. Z kolei, gdy cena akcji nie przekroczy ceny kontraktu, spółka zobowiązana jest sfinansować wykup akcji środkami pieniężnymi lub akcjami pochodzącymi z nowej emisji²⁸.

Za specyficzne odmiany odkupienia syntetycznego można uznać wykup przyspieszony oraz przenaszalne prawo sprzedaży, gdyż i te metody wykupu oparte są wykorzystaniu instrumentów pochodnych.

Wykup przyspieszony (ang. ASRs – *accelerated share repurchases*) pozwala spółce na szybkie zredukowanie liczby akcji w obiegu dzięki zaangażowaniu do współpracy banku inwestycyjnego²⁹. Spółka zobowiązuje się do nabycia od wyspecjalizowanej instytucji finansowej akcji własnych w wyznaczonym terminie po cenie określonej w kontrakcie. W umówionym dniu realizacji kontraktu akcje zostają odkupione przez spółkę od banku inwestycyjnego, który do tego czasu zobowiązał się zgromadzić określoną liczbę akcji spółki. Zwykle akcje te zostają pożyczone przez bank od akcjonariuszy. Po przeprowadzeniu transakcji bank kupuje akcje spółki na otwartym rynku w celu zwrócenia ich inwestorom³⁰ (zob. rys. 4).

Nabycie akcji własnych przy użyciu metody wykupu przyspieszonego znajduje coraz szersze zastosowanie wśród spółek amerykańskich³¹. W 2007 r. liczba spółek, które przeprowadziły w Stanach Zjednoczonych wykup przyspieszony była pięciokrotnie wyższa niż w 2004 r. i wyniosła 270 przedsiębiorstw³². W ostatnich latach metodę tę implementowały takie spółki jak, np. Duke Energy,

²⁸ S. Gyoshev, *Synthetic Repurchase Programs through Put Derivatives: Theory and Evidence*, Drexel University, June 2001, s. 81.

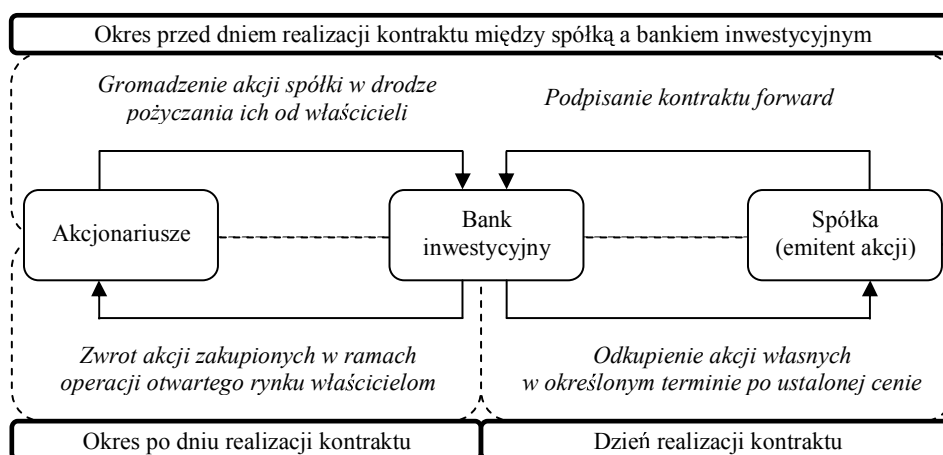
²⁹ J. Wiemer, S. Diel, *Strategies for Share Buyback*, „Journal of Corporate Treasury Management” 2008, Vol. 1, s. 303.

³⁰ J. R. Olivier, K. S. Moffeit, *Corporate Share Buybacks*, „The CPA Journal”, August 2000, s. 79.

³¹ A. Michel, J. Oded, I. Shaked, *Not All Buybacks Are Created Equal: The Case of Accelerated Stock Repurchases*, „Finance Analysts Journal”, November/December 2010, Vol. 66, No. 6, s. 1–18.

³² T. J. Chemmanur, Y. Cheng, T. Zhang, *Why do Firms Undertake Accelerated Share Repurchase Programs?*, Working Paper, February 2009, www.ssm.com.

Hewlett-Packard, Lincoln National Corporation, DuPont, Motorola, IBM czy Best Buy³³.



Rys. 4. Nabycie akcji własnych metodą wykupu przyspieszonego

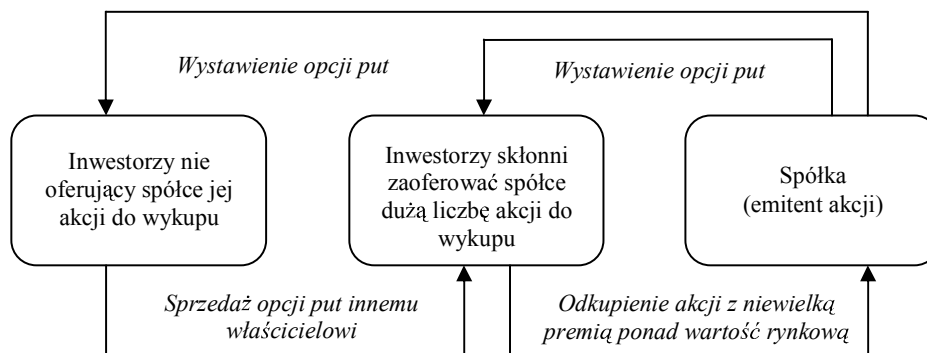
Źródło: opracowanie własne na podstawie: J. R. Olivier, K. S. Moffeit, *Corporate Share Buybacks*, „The CPA Journal”, August 2000, s. 79.

Kolejną metodą wykupu akcji własnych jest przenaszalne prawo sprzedaży (ang. TPRs – *transferable put-right distributions*). Metoda ta jest specyficznym wezwaniem do sprzedaży akcji po stałej cenie. Polega ona bowiem na wystawieniu przez spółkę przeprowadzającą wykup akcji własnych opcji *put* dla wszystkich akcjonariuszy proporcjonalnie do liczby posiadanych przez nich akcji. Inwestor nabywa zatem prawo do sprzedaży określonej liczby tych walorów. W przypadku, gdy wszyscy właściciele posiadają taką samą ilość akcji i żaden z nich nie zdecyduje się na sprzedaż innym akcjonariuszom swojego kontraktu, możemy mówić o proporcjonalnym sposobie realizacji odkupienia akcji własnych. Przenaszalne prawo sprzedaży daje akcjonariuszom prawo sprzedaży po ustalonej cenie posiadanych przez nich akcji spółki w przeciągu umówionego okresu. J. Kale, T. Noe i G. Gay wskazują na zalety wykupu w drodze przenaszalnego prawa sprzedaży, a mianowicie:

– akcjonariusze, którzy nie chcą zaoferować posiadanych przez nich akcji spółki do wykupu mogą sprzedać posiadaną przez siebie opcję *put* inwestorom, którzy skłonni są zaoferować spółce większą liczbę akcji do wykupu,

³³ D. P. Pagach, B. C. Branson, *Accounting for Accelerated Share Repurchase Programs*, „The CPA Journal”, August 2007, s. 36–37.

– metoda ta zmienia strukturę akcjonariatu poprzez wyeliminowanie ze spółki akcjonariuszy pesymistycznych oraz daje możliwość uniknięcia zjawiska niedrogiego nabywania akcji przez spółki będące potencjalnymi przejmującymi (zob. rys. 5).



Rys. 5. Odkupienie własnych walorów metodą przenaszalnego prawa sprzedaży

Źródło: opracowanie własne na podstawie: J. Kale, T. Noe, G. Gay, *Share Repurchase Through Transferable Put Rights. Theory and a Case Study*, „Journal of Financial Economy” 1989, Vol. 25, s. 141–160.

Można stwierdzić, że przeprowadzenie wykupu akcji własnych przy wykorzystaniu przenaszalnego prawa sprzedaży ma przede wszystkim na celu zmianę struktury właścicielskiej w taki sposób, aby w spółce pozostali tylko ci inwestorzy, którzy skłonni są sprzedać posiadane przez nich akcje po relatywnie wysokiej cenie nabycia.

Przykładem wykorzystania tego sposobu odkupienia akcji własnych na rynku amerykańskim była obrona przed wrogim przejęciem przez Conistan Partners spółki Gillette³⁴.

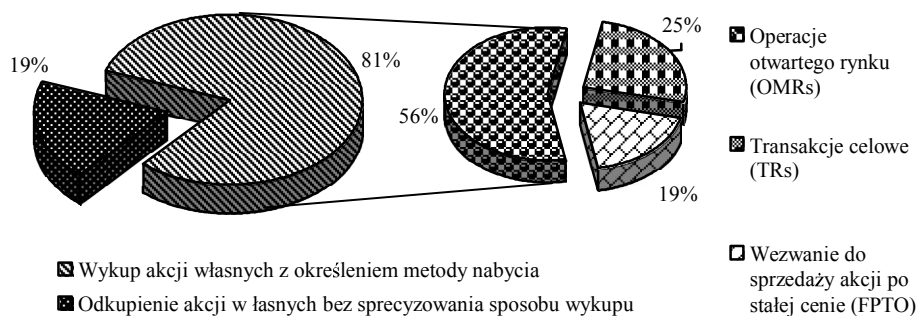
Przeprowadzone na rynku amerykańskim badania wykazały, że wybór metody nabycia akcji własnych nie jest przypadkowy. Determinowany jest on różnymi czynnikami, w szczególności związanymi z motywami wykupu oraz efektami jego przeprowadzenia³⁵. Zalety, wady oraz motywy wyboru metody wykupu akcji własnych przedstawia tab. 1.

³⁴ J. Kale, T. Noe, G. Gay, *Share Repurchase Through Transferable Put Rights. Theory and a Case Study*, „Journal of Financial Economy” 1989, Vol. 25, s. 141–160.

³⁵ Zob. N. Vafeas, *Determinants of the Choice between Alternative Share Repurchase Methods*, „Journal of Accounting, Auditing & Finance” 1997, s. 101.

3. WYNIKI BADAŃ EMPIRYCZNYCH NAD METODAMI NABYCIA AKCJI WŁASNYCH STOSOWANYMI PRZEZ SPÓŁKI NOTOWANE NA WARSZAWSKIM PARKIECIE

Wśród przedsiębiorstw grupy badawczej zdecydowana większość, bo aż 81% spółek, podała do publicznej wiadomości sposób nabycia akcji własnych. Znacząca część wykupów przeprowadzona została w latach 2004–2009 przy użyciu operacji otwartego rynku (56% wskazań). Transakcje indywidualnie negocjowane z inwestorem zastosowało przy wykupie akcji własnych 25% badanych przedsiębiorstw, natomiast 11% spółek wykorzystało do odkupienia własnych walorów publiczne wezwanie do sprzedaży akcji po stałej cenie (zob. rys. 6).



Rys. 6. Metody nabycia akcji własnych stosowane przez polskie spółki publiczne w latach 2004–2009 [w %]

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółek giełdowych publikowanych na *GPWInfostrefa* i portalach finansowych *Money.pl* oraz *Bankier.pl*.

Analizując sposoby nabycia własnych walorów w ujęciu rocznym wskazać należy, iż w każdym z sześciu lat analizowanego okresu operacje otwartego rynku są zasadniczą metodą przeprowadzania odkupienia. W 2004 r. dokonano tym sposobem 4 nabyć w ramach nowego programu wykupu akcji własnych, w latach 2005–2007 miały miejsce po 3 odkupienia na otwartym rynku, w 2008 r. przeprowadzono aż 33 wykupy, natomiast w 2009 r. nabyto w ten sposób akcje własne 11 razy. Z kolei, najczęściej wykupów metodą transakcji celowych zaobserwowano w 2008 r. (łącznie 12 odkupień). Natomiast najczęściej nowych programów wykupu akcji własnych przeprowadzonych z wykorzystaniem publicznego wezwania do sprzedaży akcji po stałej cenie rozpoczęto w ostatnim roku analizy i było ich łącznie 7 (zob. rys. 7).

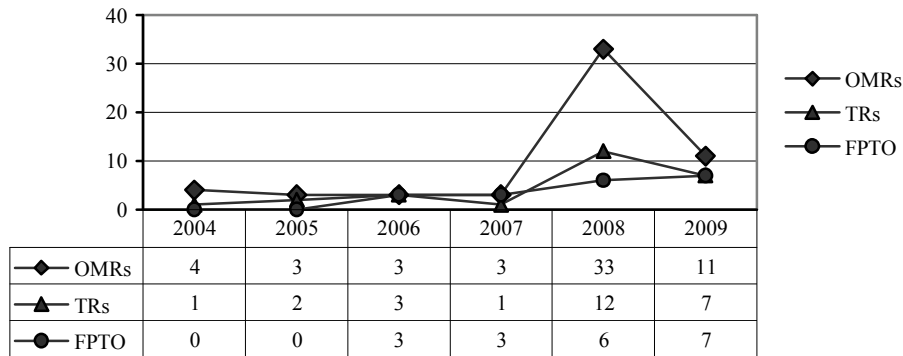
Tabela 1

Zalety, wady oraz motywy wyboru metody wykupu akcji własnych

Metoda	Zalety	Wady	Motywy wyboru
Operacje otwartego rynku	<ul style="list-style-type: none"> - elastyczność nabycia - zakup po cenie rynkowej - skup rozłożony w czasie - równe traktowanie wszystkich akcjonariuszy 	<ul style="list-style-type: none"> - niewielka wartość sygnalizacja wykupu - powolna zmiana struktury kapitałowej - sukcesywne skupowanie niewielkich liczby akcji 	<ul style="list-style-type: none"> - alternatywa dla wypłaty dywidendy pieniężnej - niska wycena rynkowa akcji - zmiana struktury kapitałowej - posiadanie wolnych środków finansowych
Publiczne wezwanie do sprzedaży po stałej cenie	<ul style="list-style-type: none"> - stała cena wykupu - znaczący sygnał dla rynku kapitałowego - wysoki wzrost ceny akcji w przypadku ich niedowartościowania - szybka zmiana struktury kapitałowej - równe traktowanie wszystkich akcjonariuszy - krótki czas przeprowadzenia transakcji 	<ul style="list-style-type: none"> - niebezpieczeństwo wyznaczenia zbyt wysokiej premii ponad wartość rynkową akcji - wysokie koszty stałe (wykorzystanie tej metody jest uzasadnione ekonomicznie w przypadku dużej skali odkupienia) 	<ul style="list-style-type: none"> - radykalna zmiana struktury kapitałowej - niedowartościowanie akcji przez rynek - ograniczenie wysokich kosztów agencyjnych
Publiczne wezwanie w drodze aukcji holenderskiej	<ul style="list-style-type: none"> - szybki wzrost ceny akcji - zakup akcji po najniższej proponowanej cenie - szybka zmiana struktury kapitałowej - wyeliminowanie inwestorów pesymistycznych 	<ul style="list-style-type: none"> - niższa wartość sygnalizacyjna niż w przypadku wezwania po określonej cenie - wysokie koszty stałe (wykorzystanie tej metody jest uzasadnione ekonomicznie w przypadku dużej skali odkupienia) 	<ul style="list-style-type: none"> - zmiana struktury kapitałowej - niska wycena rynkowa akcji - obrona przed wrogim przejęciem - zmiana struktury właścicielskiej - obniżenie kosztów agencyjnych

Transakcje pakietowe	<ul style="list-style-type: none"> – indywidualnie negocjowana umowa kupna – sprzedaży – eliminacja inwestorów pesymistycznych – możliwość wyłączenia wybranych akcjonariuszy z grona współników (np. kadry menedżerskiej) – możliwość odkupienia akcji po cenie niższej niż cena rynkowa 	<ul style="list-style-type: none"> – transfer gotówki tylko do wybranych akcjonariuszy – nierówne traktowanie współników 	<ul style="list-style-type: none"> – obrona przed wrogim przejęciem – zmiana struktury właścicielskiej – niedowartościowanie akcji na rynku – likwidacja przedsiębiorstwa lub znaczne ograniczenie jego działalności
Odkupienie przy użyciu instrumentów pochodnych	<ul style="list-style-type: none"> – wykorzystanie instrumentów pochodnych (możliwość odkupienia po cenach niższych niż rynkowe – ograniczenie ryzyka wahań cen akcji (<i>hedging</i>) – możliwość spekulacji 	<ul style="list-style-type: none"> – brak elastyczności wykupu – złożoność metody – rzadkość wykorzystania tego sposobu nabywania i związana z tym jej niezręczność wśród inwestorów 	<ul style="list-style-type: none"> – niedowartościowanie akcji na giełdzie – szybka zmiana struktury kapitałowej – zwrot gotówki właścicielom

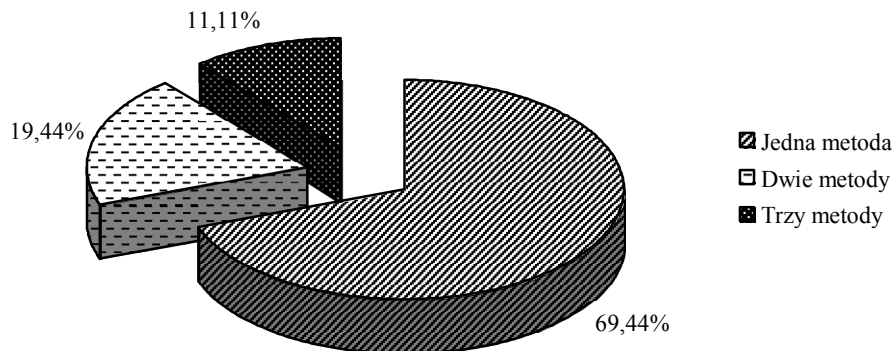
Źródło: opracowanie własne na podstawie M. J. Mauboussin, *Clear Thinking about Share Repurchase*, „Legg Mason”, 10 January 2006, s. 9; U. C. Peyer, T. Vermaelen, *The Many Facets of Privately Negotiated Share Repurchases*, „Journal of Financial Economics” 2005, Vol. 75, s. 361–395; A. Szablowski, *Dywidenda i wykup akcji*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2007, nr 2, s. 59–67; R. Coomant, G. Jarrell, *The Relative Signaling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offer and Open-Market Share Repurchases*, „The Journal of Finance” 1999, Vol. 46, s. 1243–1271; G. Grullon, D. L. Ikenberry, *What Do We Know about Stock Repurchases?*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2002, Vol. 13, Nr 1, s. 31–51; J. Kale, T. Noe, G. Gay, *Share Repurchase Through Transferable Put Rights. Theory and a Case Study*, „Journal of Financial Economics” 1989, Vol. 25, s. 141–160; N. Vaferas, *Determinants of the Choice between Alternative Share Repurchase Methods*, „Journal of Accounting, Auditing & Finance” 1997, s. 101–124.



Rys. 7. Liczba programów nabycia akcji własnych przeprowadzonych metodą operacji otwartego rynku, metodą transakcji indywidualnie negocjowanych z inwestorem oraz metodą publicznego wezwania do sprzedaży akcji po stałej cenie w latach 2004–2009

Źródło: jak do rys. 6.

Wskazać należy, iż poddane analizie spółki publiczne stosowały w wybranym okresie badawczym zwykle jeden sposób nabycia akcji własnych. Zdecydowana większość programów odkupienia zrealizowana została z wykorzystaniem tylko jednej metody (69,44% wskazań). Dwie metody zastosowano w 19,44% przypadków, natomiast trzy metody nabycia deklarowane były najrzadziej, jedynie przez 11,11% spółek (zob. rys. 8).



Rys. 8. Liczba zastosowanych metod nabycia akcji własnych na GPW w Warszawie w latach 2004–2009 [w %]

Źródło: jak do rys. 6.

Wśród przedsiębiorstw wskazujących tylko na jedną metodę nabycia akcji własnych dominują w całym okresie badawczym te jednostki, które wykorzystywały operacje otwartego rynku (35 przypadków). W następnej kolejności zastosowano publiczne wezwanie do sprzedaży akcji po stałej cenie (9 wskazań). Najrzadziej korzystano z transakcji indywidualnie negocjowanych z inwestorem (jedynie 6 wskazań).

W przypadku spółek, które podały dwie metody wykupu, najczęściej wykorzystywane były operacje otwartego rynku w połączeniu z transakcjami celowymi (12 przypadków) oraz operacje otwartego rynku wraz z publicznym wezwaniem do sprzedaży po stałej cenie (2 wskazania). Zaznaczyć należy, iż żadna z badanych spółek nie wykorzystwała do przeprowadzenia odkupienia akcji własnych transakcji pakietowych w połączeniu z publicznym wezwaniem do sprzedaży akcji po stałej cenie.

Natomiast ośmiokrotnie wskazano na odkupienie akcji własnych z wykorzystaniem operacji otwartego rynku w połączeniu z transakcjami indywidualnie negocjowanymi z inwestorem oraz publicznym wezwaniem do sprzedaży akcji po stałej cenie (zob. tab. 2).

Tabela 2

Metody nabycia akcji własnych wskazywane przez spółki akcyjne notowane na GPW w Warszawie w latach 2004–2009

Wyszczególnienie	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Razem
	liczba wskazań	liczba wskazań	liczba wskazań	liczba wskazań	liczba wskazań	liczba wskazań	liczba wskazań
1. Wskazana jedna metoda nabycia akcji własnych, w tym:	6	3	4	7	22	8	50
a) OMRs	5	2	1	3	19	5	35
b) TRs	1	1	1	1	1	1	6
c) FPTO	0	0	2	3	2	2	9
2. Podane dwie metody wykupu akcji własnych, w tym:	0	1	1	0	11	1	14
a) OMRs oraz TRs	0	1	1	0	9	1	12
b) OMRs oraz FPTO	0	0	0	0	2	0	2
c) TRs oraz FPTO	0	0	0	0	0	0	0
3. Wskazane jednocześnie trzy metody skupu akcji własnych (OMRs, TRs i FPTO)	0	0	1	0	2	5	8
Razem	6	4	6	7	35	14	72

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółek giełdowych publikowanych na *GPWInfostrefa* i portalach finansowych *Money.pl* oraz *Bankier.pl*

Badając powiązania motywów wykupu akcji własnych z metodami ich odkupienia wskazać należy, iż polskie przedsiębiorstwa korzystają z odkupienia przy użyciu operacji otwartego rynku w większości przeprowadzanych nabyć bez względu na motywy, które kierują nimi w momencie podejmowania decyzji o wykupie. Badania empiryczne nad sposobami pozyskania własnych walorów zdają się potwierdzać tezę, iż metoda ta wykorzystywana jest jednak głównie w celu zwiększenia ceny rynkowej akcji (24 wskazania), stopniowej zmiany struktury kapitałowej (14 przypadków) oraz w celu realizacji programu motywacyjnego ustanowionego w przedsiębiorstwie (10 spółek). Ponadto, badane spółki stosowały operacje otwartego rynku także w przypadku umożliwienia inwestorom wyjścia z inwestycji (6 przypadków), wypłat wolnych środków finansowych będących dla właścicieli alternatywą względem dywidendy pieniężnej (3 wskazania), jak również w przypadku niskiej płynności akcji oraz w celu zwiększenia wartości wskaźnika „zysk na akcję” (po 2 wskazania).

Tabela 3

Motywy a metody nabycia akcji własnych podawane przez spółki warszawskiego parkietu do publicznej wiadomości w latach 2004–2009

Wyszczególnienie	OMRs	TRs	FPTO	Razem
	liczba wskazań	liczba wskazań	liczba wskazań	liczba wskazań
1. Niedowartościowanie akcji spółki	24	11	3	38
2. Zmiana struktury kapitałowej w drodze umorzenia i obniżenia kapitału zakładowego	14	4	6	24
3. Realizacja programu motywacyjnego w przedsiębiorstwie	10	1	1	12
4. Umożliwienie właścicielom wyjścia z inwestycji	6	5	10	21
5. Zwrot wolnych środków pieniężnych do akcjonariuszy	3	0	0	3
6. Zmiana struktury akcjonariatu	1	3	0	4
7. Niska płynność akcji spółki	2	0	0	2
8. Próba poprawy wskaźnika <i>EPS</i>	2	1	0	3
9. Brak rentownych projektów inwestycyjnych	1	1	1	3
10. Stopniowa likwidacja spółki	0	0	0	0
11. Nadpłynność finansowa liczona wskaźnikiem płynności bieżącej	0	0	1	1
Razem	63	26	22	111

Źródło: jak do tab. 2.

Z kolei transakcje pakietowe wykorzystano jako główną metodę odkupienia własnych walorów w celu szybkiej zmiany struktury własnościowej (3 wskazania). Na szczególną uwagę zasługuje tu przypadek przedsiębiorstwa Hydrobudowa SA, w którym – dzięki zastosowaniu tego sposobu nabycia – wyeliminowano z grona właścicieli określoną grupę inwestorów, co pozwoliło na szybkie rozwiązanie konfliktów między akcjonariuszami oraz ułatwiło podejmowanie decyzji o charakterze strategicznym. Ponadto, wykup akcji tą metodą posłużył także do wysłania na rynek wyraźnej informacji o niedowartościowaniu akcji spółki (11 przypadków), umożliwił określonym grupom inwestorów wyjście z inwestycji (5 wskazań), jak również wpłynął na szybką zmianę struktury kapitałowej przedsiębiorstwa przez wykup dużych pakietów akcji (4 przypadki) (zob. tab. 3).

Rozpatrując publiczne wezwanie do sprzedaży akcji po stałej cenie jako sposób nabycia akcji własnych należy stwierdzić, iż wykorzystano je jako zasadniczą metodę w przypadku umożliwienia inwestorom wyjścia z inwestycji (10 wskazań), jak również w sytuacji radykalnej zmiany struktury kapitałowej (6 przypadków). Ponadto, metoda ta była wykorzystywana w przypadku niedowartościowania akcji spółki (3 wskazania), posłużyła także do ograniczenia nadpłynności finansowej przedsiębiorstwa oraz była wykorzystana w przypadku realizacji programu motywacyjnego w spółce (po 1 przypadku).

Wskazać należy, iż wszystkie trzy metody zostały wykorzystane jednokrotnie do obniżenia kosztów agencyjnych w przypadku nieposiadania przez spółki rentownych projektów inwestycyjnych.

4. ZAKOŃCZENIE

Zaprezentowane w opracowaniu wyniki badań empirycznych nad wyborem metody wykupu akcji własnych i motywami odkupienia, jako czynników determinujących sposób nabycia, tylko częściowo potwierdziły wskazywane w literaturze przedmiotu powiązania między nimi.

Wśród spółek notowanych na warszawskim parkiecie dominują te przedsiębiorstwa, które jako metodę wykupu akcji własnych wskazują odkupienie w ramach operacji otwartego rynku. Jest to często jedyny sposób nabycia stosowany przez polskie spółki, co uwidocznione zostaje w jego zastosowaniu w przypadku różnorodnych motywów odkupienia. Z tego też względu, na podstawie przeprowadzonych dla potrzeb tego opracowania badań, nie należy wysnuwać wniosków ogólnych. Artykuł ten ma bowiem na celu zwrócenie uwagi na wybrane, nierozpoznane jeszcze w polskiej literaturze przedmiotu zagadnienia i stanowi przyczynek do dalszych badań naukowych nad czynnikami determinującymi wybór metody wykupu akcji własnych wśród przedsiębiorstw notowanych na GPW w Warszawie.

*Aleksandra Pieloch***BUY-BACK METHODS AND REASONS FOR ITS PERFORMING**

The main objective of this article is to present the results of literature studies on methods for shares repurchasing used by public companies, as well as present the results of empirical research on how to buy such securities by companies listed on the Warsaw Stock Exchange in relation to the motives of its conduct.

Purpose of the paper is carried out by empirical verification of hypotheses which stipulates that the choice of shares repurchasing method is conditioned by different motives of redemption, such as: achieving the company's surplus funds, lack of alternative investment opportunities, changes in capital structure, defense against hostile takeovers, a gradual reduction of the size of the company, changing the ownership structure, spread over the feasibility of monetary payment, an alternative form of cash dividends and the undervaluation of the shares on the market.

The thesis consists of two main parts. The first part presents the methods of share repurchasing with an indication of the reasons for carrying out such operations. The second part was devoted to present the results of empirical research on motives of share repurchase of companies listed on Warsaw Stock Exchange.

Key words: share repurchasing, buy-back motives, open market repurchases, target repurchases, fixed price tender offer, synthetic repurchases, accelerated share repurchases.