

Aleksandra Pieloch^{*}

RESTRUKTURYZACJA KAPITAŁOWA PRZEDSIĘBIORSTW Z WYKORZYSTANIEM OPERACJI BUY-BACK

1. WPROWADZENIE

Pogłębiający się na świecie kryzys ekonomiczny obliguje spółki do prowadzenia działalności gospodarczej w turbulentnym i zarazem bardzo trudnym do przewidzenia oraz planowania rozwiązań strategicznych otoczeniu. Ta ciężka sytuacja rynkowa implikuje utrudnione warunki funkcjonowania spółek, co rodzi konieczność poszukiwania oraz implementowania nowych sposobów restrukturyzacji przedsiębiorstw. Nowe rozwiązania w zakresie przeprowadzania zmian w spółce kapitałowej mają umożliwić dalsze funkcjonowanie, rozwój i wzrost tych jednostek gospodarczych oraz zwiększyć ich konkurencyjność na rynku. Jednym z wielu narzędzi zarządzania zmianą w spółce akcyjnej są operacje *buy-back* polegające na skupowaniu przez emitenta jego własnych akcji. Przedsiębiorstwo może posłużyć się tym narzędziem restrukturyzacji np. w celu przeprowadzania zmian w strukturze kapitałowej, obniżenia średnioważonego kosztu kapitału oraz zbliżenia się do optymalnej dla spółki struktury finansowania.

Zasadniczym celem artykułu jest weryfikacja hipotezy badawczej stwierdzającej, że wykupy akcji własnych są narzędziem restrukturyzacji kapitałowej w tych spółkach warszawskiego parkietu, które charakteryzują się niższymi niż sektorowe wartościami współczynników zadłużenia.

Hipoteza ta wydaje się być uzasadniona nie tylko z punktu widzenia podejmowania strategicznych decyzji finansowych, ale także planów inwestycyjnych spółek. Ponadto, odkupienie akcji własnych nie pozostaje także obojętne względem działalności operacyjnej przedsiębiorstwa¹.

Realizacja celu pracy została oparta na studiach literaturowych oraz wynikach badań empirycznych nad uwarunkowaniami oraz efektami przeprowadzania restrukturyzacji kapitałowej w przedsiębiorstwie przy wykorzystaniu odku-

^{*} Dr, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 90–214, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41.

¹ A. Rutkowski, *Wykupy akcji własnych – warunki powodzenia operacji*, „Bank i Kredyt”, listopad–grudzień 2005, s. 43.

pienia akcji własnych przez spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Przeprowadzenie zmian w strukturze kapitałowej spółki akcyjnej to tylko jeden z wielu różnorodnych i często niezmiernie złożonych motywów nabycia akcji własnych. W zależności od zamierzeń wykupu odkupienie walorów można być traktowane jako alternatywna wobec wypłaty dywidendy pieniężnej forma przekazania środków finansowych do właścicieli, może ułatwić inwestorom wyjście z inwestycji, zwiększyć płynność akcji spółki, pozwolić kształtować strukturę akcjonariatu czy też umożliwić spółce obronę przed wrogim przejęciem². Ponadto, wśród przedstawianych w literaturze rezultatach nabycia akcji własnych wymienia się m. in.: redukcję aktywów spółki, umorzenie części akcji, zmniejszenie wartości kapitału własnego, wzrost zadłużenia (w szczególności w przypadku, gdy wykup był finansowany długiem), wzrost cen rynkowych akcji³ oraz zmianę struktury akcjonariatu⁴.

W celu empirycznej weryfikacji postawionej hipotezy badawczej analizie poddano 121 przedsiębiorstw z 13 sektorów przemysłowych. Wśród przedsiębiorstw przemysłowych, które w latach 2007–2011 były notowane na GPW w Warszawie, do dalszej analizy wybrano 9 spółek przemysłu metalowego. Były to przedsiębiorstwa, które we wskazanym okresie badawczym co najmniej raz przeprowadziły nabycie akcji własnych. Dodać należy, iż nie były to jednak wszystkie przypadki ogłoszenia decyzji o odkupieniu w badanych latach. Część zdarzeń usunięto z próby w związku z trudnościami w pozyskaniu danych liczbowych niezbędnych do przeprowadzenia dalszego, pogłębionego badania.

Informacje dotyczące spółek nabywających akcje własne zaczerpnięto z raportów bieżących spółek giełdowych oraz ich raportów okresowych publikowanych na stronach internetowych, jak również w bazie danych *Notoria Serwis SA*.

2. RESTRUKTURYZACJA KAPITAŁOWA A WYKUP AKCJI WŁASNYCH

Restrukturyzacja kapitałowa jest procesem, którego celem jest dokonanie istotnych zmian w strukturze kapitału przedsiębiorstwa. Może być ona przeprowadzona np. w celu stworzenia zintegrowanej grupy kapitałowej, zmiany proporcji między wewnętrznymi a zewnętrznymi źródłami finansowania przedsiębiorstwa w celu obniżenia średnioważonego kosztu kapitału, poprawy sytuacji

² J. Okrzesik, *Buy-back dobry na wszystko?*, „Gazeta Prawna”, 20.01.2009.

³ A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz, *Value Based Management. Koncepty, narzędzia, przykłady*, Poltext, Warszawa 2008, s. 441–442.

⁴ A. Rutkowski, *Rachunek efektywności wykupu akcji własnych*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2001, s. 234–235.

finansowej spółki, wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa oraz zwiększenia wartości dla akcjonariuszy.

Jednym z narzędzi umożliwiających kształtowanie struktury kapitału jest wykup akcji własnych, zwany również operacją *buy-back*. Nabycie własnych walorów sprzyja dążeniu do optymalnej struktury kapitałowej, zmniejsza średnioważony koszt kapitału oraz pomaga dostosować zadłużenie przedsiębiorstwa do pożądanego przez menedżerów poziomu⁵.

Poziom zadłużenia przedsiębiorstwa może zostać zwiększony m. in. w drodze nabycia akcji przez ich emitenta. Wykup akcji własnych, w szczególności w połączeniu z umorzeniem tych papierów wartościowych i obniżeniem kapitału zakładowego, wpływa na zmianę struktury kapitałowej niezależnie od źródeł finansowania tej operacji. Przeznaczenie na nabycie jedynie środków własnych, czyli tzw. kwoty dywidendowej wskazanej w art. 348 Kodeksu spółek handlowych⁶ (K.s.h.), spowoduje jednakże relatywnie niewielkie zmiany w relacji dług – kapitał własny. Zmiany te będą polegały na zmniejszeniu udziału kapitału własnego w sumie bilansowej przez zaksięgowanie odkupienia akcji w cenie ich nabycia jako ujemnej kwoty w pozycji A.III pasywów bilansu przedsiębiorstwa⁷.

Znaczące zmiany w strukturze kapitałowej wywoła natomiast sfinansowanie nabycia akcji własnych nowo zaciągniętymi zobowiązaniami, takimi jak: kredyt bankowy, czy emisja papierów dłużnych⁸. Rekapitalizacja lewarowana jest więc szczególnie dobrym rozwiązaniem w sytuacji, gdy zasadniczym motywem przeprowadzania wykupu jest zmiana struktury kapitałowej i dążenie do wzrostu wartości wskaźnika dźwigni finansowej. Zgodnie z teorią substytucji kapitału własnego kapitałem obcym, wzrost udziału kapitału obcego w kapitale całkowitym powoduje spadek średnioważonego kosztu kapitału oraz wzrost wartości rynkowej przedsiębiorstwa (jak i bogactwa jego właścicieli) w przypadku, gdy przyrost korzyści podatkowych związanych z obsługą długu przewyższa koszty związane ze wzrostem ryzyka niewypłacalności spółki⁹.

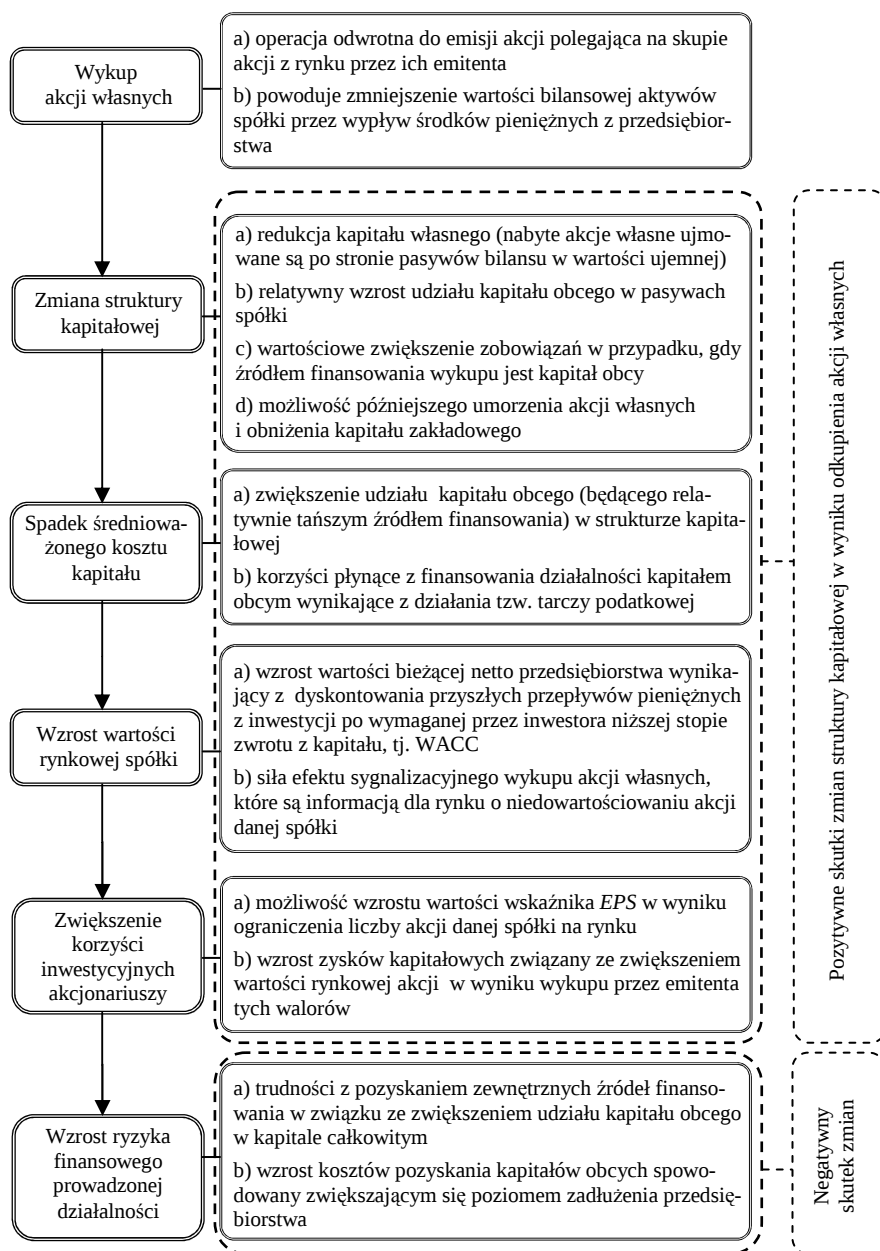
⁵ N. Vafeas, A. Vlittis, P. Katranis, K. Ockree, *Earnings Management Around Share Repurchases: A Note*, „Abacus”, June 2003, Vol. 3, s. 263.

⁶ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych, DzU 2000, nr 94, poz. 1037 z późn. zm., art. 359 § 1.

⁷ Więcej informacji na temat zmian, jakie wykup akcji własnych powoduje w bilansie przedsiębiorstwa przedstawiono w podrozdziale 2 niniejszego artykułu.

⁸ 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. 119.

⁹ Szerzej: A. Rutkowski, *Wykupy akcji własnych...*, op. cit., s. 43.



Rys. 1. Etapy restrukturyzacji kapitałowej w drodze wykupu akcji własnych i skutki jej przeprowadzania

Źródło: opracowanie własne.

Uważa się, iż realne koszty długu są niższe od oczekiwanej przez właścicieli stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału¹⁰. Pożyczko- i kredytodawcy mają bowiem niższą stopę oczekiwań, wynikającą z mniejszego ryzyka w porównaniu do ryzyka ponoszonego przez właścicieli. Znajduje to wyraz w obniżeniu średnioważonego kosztu kapitału, a spłata odsetek od długu (będących kosztami uzyskania przychodu) wpływa na obniżenie podstawy opodatkowania przynosząc oszczędności podatkowe i zmniejszenie kosztu kapitału obcego. Finansowanie działalności inwestycyjnej spółki przy wykorzystaniu długu prowadzi do generowania wyższej stopy zysku przypadającego na jedną akcję, jednakże przyczynia się również do podwyższenia ryzyka właścicieli¹¹. Tak więc wyższym korzyściom dla akcjonariuszy towarzyszy zwykle wzrost ryzyka finansowego prowadzonej działalności, a (...) *optymalna struktura kapitałowa stanowi swego rodzaju kompromis między wzrostem korzyści a wzrostem ryzyka*¹². Można zatem stwierdzić, że ustalenie optymalnej struktury kapitałowej jest w istocie problemem poszukiwania i osiągania takiej kombinacji rodzaju i skali emitowanych papierów wartościowych, która zmaksymalizuje wartość rynkową spółki¹³ (zob. rys. 1).

Przeprowadzenie restrukturyzacji kapitałowej z wykorzystaniem wykupu akcji własnych wywiera na przedsiębiorstwo zarówno pozytywne, jak i negatywne skutki. Wśród ujemnych rezultatów nabycia należy wymienić przede wszystkim potencjalne trudności z pozyskaniem kapitału zewnętrznego na finansowanie dalszej działalności i rozwoju przedsiębiorstwa. W konsekwencji sukcesywnego zadłużania się spółki może wzrosnąć koszt kapitału obcego, spaść wartość rynkowa firmy oraz zwiększyć się ryzyko jej finansowania. Zbyt zadłużone przedsiębiorstwo może mieć bowiem problemy z płynnością finansową, a nawet wypłacalnością. Dokonując zmian w strukturze kapitałowej spółki z wykorzystaniem operacji *buy-back* należy zatem pamiętać o nabyciu takiej liczby akcji, która będzie stanowić taki procent kapitału własnego, że nabycie to zbliży strukturę kapitałową spółki do struktury optymalnej. Ponadto, niezmiennie ważny jest również odpowiedni dobór źródeł finansowania wykupu, co umożliwi osiągnięcie i zachowanie odpowiedniej proporcji między kapitałem własnym a obcym.

Wśród pozytywnych efektów nabycia akcji własnych należy wskazać np. na wzrost wartości rynkowej spółki i skłonności inwestorów do inwestowania. Akcjonariusze skłonni są inwestować, gdyż wraz ze wzrostem wartości spółki, rosną również ich potencjalne zyski kapitałowe. Ponadto, możliwy jest również

¹⁰ J. Wiemer, S. Diel, *Strategies for share buybacks*, „Journal of Corporate Treasury Management” 2008, Vol. 1, s. 299.

¹¹ M. Jerzemska, *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, WN PWN, Warszawa 1999, s. 83–133.

¹² W. Janasz, *Kształtowanie struktury kapitału*, „Przegląd Organizacji” 1997, nr 10, s. 30.

¹³ R. A. Brealey i S. C. Mayers, *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 614.

wzrost wartości dla akcjonariuszy wyrażony wskaźnikiem *EPS*. Panujące wśród praktyków przekonanie, że wykup akcji własnych wpływa na wartość dla akcjonariuszy spółki przez wzrost wskaźnika „zysk na akcję”¹⁴, opiera się na poglądzie, iż odkupienie akcji przez emitenta powoduje zmniejszenie się ich liczby w obrocie, co z kolei jest przyczyną wzrostu zysku przypadającego na jedną akcję oraz obniżenia się wskaźnika „cena – zysk”¹⁵. J. Oded i A. Michel dowodzą jednakże, że jest to myślenie błędne. Wykazali oni bowiem, że wykupy akcji wykorzystują efekt sygnalizacyjny i prowadzą wprawdzie do wzrostu ceny rynkowej tych walorów, jednakże nie mają one wpływu na zmianę wartości wskaźnika *EPS*¹⁶. Wykup akcji nie prowadzi bezpośrednio do zwiększenia wskaźnika zysku przypadającego na jedną akcję, gdyż zmiana liczby akcji w obrocie zmniejsza mianownik tego wskaźnika, ale niekoniecznie implikuje zwiększenie całego wskaźnika „zysk na akcję”.

3. CZYNNIKI WARUNKUJĄCE SIŁĘ ZMIAN RESTRUKTURYZACYJNYCH W DRODZE OPERACJI *BUY-BACK*

Przeprowadzanie restrukturyzacji przedsiębiorstwa w drodze odkupienia akcji własnych uwidacznia się w niezmiernie złożonym i wieloaspektowym rezultacie odkupienia, którego wielowymiarowość szczególnie silnie zarysowuje się w zmianach dokonywanych w strukturze kapitałowej przedsiębiorstwa. Dokonanie zmian w strukturze kapitałowej spółki z wykorzystaniem operacji *buy-back* warunkowane jest m. in.:

- źródłami finansowania nabycia akcji własnych,
- celem przeprowadzenia odkupienia,
- ogólną kondycją finansową jednostki (w tym poziomem zadłużenia i zdolnością przedsiębiorstwa do obsługi długu),
- wielkością spółki oraz
- metodami nabycia.

Przeprowadzone studium bibliograficzne problematyki nabycia akcji własnych wskazuje na różnorodność źródeł finansowania wykupu. Są nimi: zysk netto, wolne środki pieniężne, kapitały obce, świadectwa użytkowe (tylko w przypadku wykupu w celu umorzenia) bądź też kilka źródeł jednocześnie. Wskazać należy, iż zmiany w strukturze kapitałowej spółki dokonują się w związku z odkupieniem własnych walorów bez względu na źródło finansowa-

¹⁴ A. Szablewski, *Dywidenda i wykup akcji*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2007, nr 2, s. 59.

¹⁵ E. Bartov, *Open Market Stock Repurchases as Signals for Earnings and Risk Changes*, „Journal of Accounting and Economics”, Vol. 14, Issue 3, September 1991, s. 275–294.

¹⁶ J. Oded, A. Michel, *Stock Repurchases and the EPS Enhancement Fallacy*, „Financial Analyst Journal” 2008, Vol. 64, No. 4, s. 62–75.

nia nabycia. Każde odkupienie tych papierów wartościowych powoduje bowiem redukcję kapitału własnego przedsiębiorstwa. Zmiany w pasywach wynikają z tzw. „pasywowania akcji własnych”, czyli wykazywania ich w cenie nabycia po stronie pasywów bilansu w pozycji „Udziały (akcje) własne wartość ujemna”.

Podkreślić należy, iż umiejętny dobór źródła finansowania może wzmocnić planowany efekt nabycia. W przypadku, gdy źródłem finansowania nabycia są środki własne spółki zgromadzone na kapitale zapasowym lub utworzonym specjalnie na ten cel kapitale rezerwowym – przy innych czynnikach *ceteris paribus* – obserwuje się nieznaczne zmiany w strukturze kapitałowej spółki. Nabycie akcji własnych skutkuje zmniejszeniem się kapitałów własnych i odpowiednim zwiększeniem się zobowiązań do zapłaty wynagrodzenia za nabyte akcje własne (zob. tab. 1). Pamiętać również należy, iż wraz z odkupieniem następuje wpływ środków pieniężnych z przedsiębiorstwa. Jest on możliwy np. dzięki rozwiązaniu rezerw i uwolnieniu środków zgromadzonych na utworzonym specjalnie w celu odkupienia kapitale rezerwowym. W taki sposób uregulowane zostają zobowiązania wobec inwestorów, którzy sprzedali akcje.

Tabela 1

Restrukturyzacja kapitałowa w drodze operacji *buy-back* finansowanej środkami własnymi

Bilans spółki przed nabyciem akcji własnych				Bilans spółki po nabyciu akcji własnych			
A. Aktywa trwałe	350	A. Kapitał własny: I. Kap. zakładowy III. Akcje własne IV. Kap. zapasowy VI. Inne kap. rezerwowe	300 150 0 100 50	A. Aktywa trwałe	350	A. Kapitał własny: I. Kap. zakładowy III. Akcje własne IV. Kap. zapasowy VI. Inne kap. rezerwowe	250 150 -50 100 50
B. Aktywa obrotowe	250	B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	300	B. Aktywa obrotowe	250	B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	350
Razem aktywa	600	Razem pasywa	600	Razem aktywa	600	Razem pasywa	600

Źródło: opracowanie własne na podstawie: A. Nowacki, *Umorzenie akcji*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2007, s. 398.

Zmiany w strukturze kapitałowej mogą być silniejsze wtedy, gdy wykup sfinansowany zostanie długiem zaciągniętym specjalnie na ten cel. Rekapitalizacja może być lewarowana kapitałem obcym pochodzącym z różnych źródeł, jednakże środki finansowe pozyskiwane są przez spółki najczęściej w drodze zaciągnięcia kredytu bankowego, pożyczki lub emisji papierów dłużnych¹⁷. Wykup finansowa-

¹⁷ 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. 119.

ny w ten sposób ma na celu dokonanie radykalnych zmian w strukturze kapitałowej przedsiębiorstwa, a rezultatem jego przeprowadzenia ma być zbliżenie się do optymalnej struktury kapitału i znaczące obniżenie średnioważonego kosztu kapitału, a w konsekwencji zwiększenie wartości rynkowej przedsiębiorstwa.

Tabela 2

Restrukturyzacja kapitałowa w drodze operacji *buy-back* finansowanej środkami obcymi

a) pozyskanie obcych źródeł finansowania na nabycie akcji własnych

Bilans spółki przed pozyskaniem obcych źródeł finansowania nabycia akcji własnych				Bilans spółki po zaciągnięciu zobowiązań na nabycie akcji własnych			
A. Aktywa trwałe	350	A. Kapitał własny:	300	A. Aktywa trwałe	350	A. Kapitał własny:	300
		I. Kap. zakładowy	150			I. Kap. zakładowy	150
		III. Akcje własne	0			III. Akcje własne	0
		IV. Kap. zapasowy	100			IV. Kap. zapasowy	100
		VI. Inne kap. rezerwowe	50			VI. Inne kap. rezerwowe	50
B. Aktywa obrotowe	250	B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	300	B. Aktywa obrotowe	300	B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	350
Razem aktywa	600	Razem pasywa	600	Razem aktywa	650	Razem pasywa	650

b) przeprowadzenie odkupienia akcji własnych

Bilans spółki po zaciągnięciu zobowiązań na nabycie akcji własnych				Bilans spółki po nabyciu akcji własnych			
A. Aktywa trwałe	350	A. Kapitał własny:	300	A. Aktywa trwałe	350	A. Kapitał własny:	250
		I. Kap. zakładowy	150			I. Kap. zakładowy	150
		III. Akcje własne	0			III. Akcje własne	-50
		IV. Kap. zapasowy	100			IV. Kap. zapasowy	100
		VI. Inne kap. rezerwowe	50			VI. Inne kap. rezerwowe	50
B. Aktywa obrotowe	300	B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	350	B. Aktywa obrotowe	250	B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	350
Razem aktywa	650	Razem pasywa	650	Razem aktywa	600	Razem pasywa	600

Źródło: opracowanie własne.

Rekapitalizacja lewarowana następująca w drodze wykupu akcji własnych polega na pozyskaniu kapitałów obcych na nabycie tych papierów wartościowych (ma zatem miejsce zwiększenie się zobowiązań spółki względem kapitału własnego), a następnie wykupie akcji własnych (zob. tab. 2 a i b). Przeprowadzenie operacji *buy-back* zwiększy zobowiązania przedsiębiorstwa wobec akcjonariuszy, którzy zdecydowali się na sprzedaż posiadanych przez siebie akcji

spółki. Zobowiązanie to zostanie uregulowane – w całości lub w części – pożyczonymi wcześniej środkami pieniężnymi. Dodatkowe zadłużenie spółki w związku z odkupieniem własnych walorów spowoduje zatem relatywnie większe zmiany w strukturze kapitałowej, a w konsekwencji silniejsze działanie dźwigni finansowej w przedsiębiorstwie.

Wskazać należy, iż siła efektu restrukturyzacji kapitałowej warunkowana może być również celem przeprowadzenia operacji *buy-back*. Wśród celów nabycia akcji własnych określonych przez ustawodawcę w art. 362 § 1 k.s.h. znalazły się m. in.: zapobieżenie bezpośrednio zagrażającej spółce poważnej szkodzie, zaofiarowanie akcji do nabycia pracownikom lub osobom, które były zatrudnione w spółce lub spółce z nią powiązanej przez okres co najmniej trzech lat, dalsza odsprzedaż tych papierów wartościowych, umorzenie akcji, zaspokojenie roszczeń spółki, których nie można zaspokoić w inny sposób z majątku akcjonariusza oraz – od 2008 r. – nabycie akcji w dowolnym celu wskazanym przez zarząd.

Jeżeli akcje własne zostaną odkupione przez spółkę, a następnie ponownie objęte lub kupione przez osoby trzecie, pracowników lub dotychczasowych akcjonariuszy, to zmiana dokonana w pasywach w wyniku operacji *buy-back* ma charakter krótkotrwały. Trwałe zmiany w strukturze kapitałowej spółki wywoła natomiast odkupienie akcji własnych w celu ich umorzenia zakończone obniżeniem kapitału zakładowego.

W przypadku umorzenia akcji własnych dodatnią różnicę między ich wartością nominalną a ceną nabycia należy odnieść na kapitał zapasowy (zob. tab. 3).

Tabela 3

Umorzenie akcji własnych i obniżenie kapitału zakładowego w przypadku dodatniej różnicy między wartością nominalną a ceną nabycia

Bilans spółki po nabyciu akcji własnych				Bilans spółki po umorzeniu akcji własnych i obniżeniu kapitału zakładowego			
A. Aktywa trwałe	350	A. Kapitał własny:	250	A. Aktywa trwałe	350	A. Kapitał własny:	250
		I. Kap. zakładowy	150			I. Kap. zakładowy	90
		III. Akcje własne	-50			III. Akcje własne	0
		IV. Kap. zapasowy	100			IV. Kap. zapasowy	110
		VI. Inne kap. rezerwowe	50			VI. Inne kap. rezerwowe	50
B. Aktywa obrotowe	250	B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	350	B. Aktywa obrotowe	250	B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	350
Razem aktywa	600	Razem pasywa	600	Razem aktywa	600	Razem pasywa	600

Informacje dodatkowe:

- wartość nominalna umarzanych akcji: 60 jednostek
- cena nabycia akcji własnych: 50 jednostek

Źródło: jak do tab. 1, s. 406–407.

Tabela 4

Umorzenie akcji własnych i obniżenie kapitału zakładowego w przypadku ujemnej różnicy między wartością nominalną a ceną nabycia

a) ujemna różnica między wartością nominalną a ceną ich nabycia nie przewyższa kapitału zakładowego

Bilans spółki po nabyciu akcji własnych				Bilans spółki po umorzeniu akcji własnych i obniżeniu kapitału zakładowego			
A. Aktywa trwałe	350	A. Kapitał własny:	250	A. Aktywa trwałe	350	A. Kapitał własny:	250
		I. Kap. zakładowy	150			I. Kap. zakładowy	110
		III. Akcje własne	-50			III. Akcje własne	0
		IV. Kap. zapasowy	100			IV. Kap. zapasowy	90
		VI. Inne kap. rezerwowe	50			VI. Inne kap. rezerwowe	50
B. Aktywa obrotowe	250	B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	350	B. Aktywa obrotowe	250	B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	350
Razem aktywa	600	Razem pasywa	600	Razem aktywa	600	Razem pasywa	600

Informacje dodatkowe:

- wartość nominalna umarzanych akcji: 40 jednostek
- cena nabycia akcji własnych: 50 jednostek

b) ujemna różnica między wartością nominalną a ceną ich nabycia przewyższa kapitał zakładowy

Bilans spółki po nabyciu akcji własnych				Bilans spółki po umorzeniu akcji własnych i obniżeniu kapitału zakładowego			
A. Aktywa trwałe	350	A. Kapitał własny:	250	A. Aktywa trwałe	350	A. Kapitał własny:	250
		I. Kap. zakładowy	150			I. Kap. zakładowy	130
		III. Akcje własne	-50			III. Akcje własne	0
		IV. Kap. zapasowy	20			IV. Kap. zapasowy	0
		VI. Inne kap. rezerwowe	130			VI. Inne kap. rezerwowe	130
						VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-10
B. Aktywa obrotowe	250	B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	350	B. Aktywa obrotowe	250	B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	350
Razem aktywa	600	Razem pasywa	600	Razem aktywa	600	Razem pasywa	600

Informacje dodatkowe:

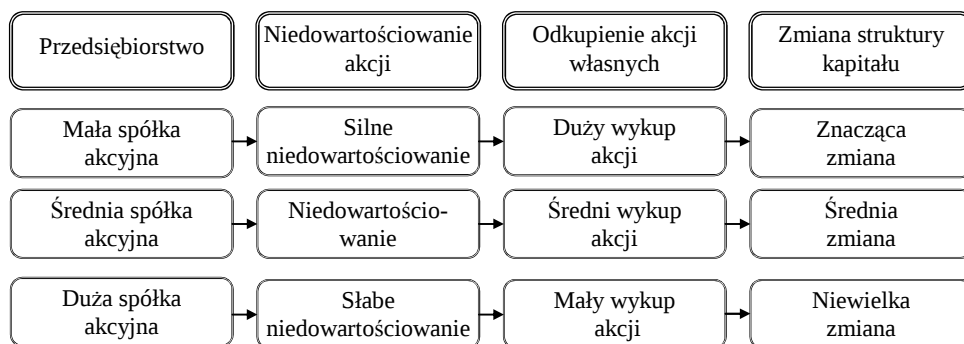
- wartość nominalna umarzanych akcji: 20 jednostek
- cena nabycia akcji własnych: 50 jednostek

Źródło: jak do tab. 1.

Ujemną różnicę między wartością nominalną akcji a ceną ich nabycia należy ująć jako zmniejszenie kapitału zapasowego a pozostałą część ujemnej różnicy, przewyższającą kapitał zapasowy, jako stratę z lat ubiegłych (zob. tab. 4

a i b) i opisać w informacji dodatkowej w sprawozdaniu finansowym za rok, w którym nastąpiło obniżenie kapitału zakładowego¹⁸.

Kolejnym czynnikiem warunkującym istotność zmian w strukturze kapitałowej spółki jest wielkość przedsiębiorstwa przeprowadzającego nabycie. W literaturze przedmiotu panuje pogląd, iż duże przedsiębiorstwa wykupują akcje własne stanowiące relatywnie mniejszy – w stosunku do przedsiębiorstw małych – procent ich kapitału zakładowego. Sytuacja ta wiąże się ściśle z przekazywaniem na rynek informacji na temat kondycji finansowej spółki i jej perspektyw rozwojowych. W przypadku przedsiębiorstw dużych niedowartościowanie akcji może być mniejsze, gdyż inwestorzy posiadają pełniejszą wiedzę dotyczącą wszystkich aspektów funkcjonowania spółki, a zatem faktyczna wartość tej jednostki jest często w dużej mierze odzwierciedlona w jej cenie rynkowej. Z kolei mniejsze spółki – o których inwestorzy posiadają mniej informacji na temat ich funkcjonowania – powinny nabywać większą ilość akcji własnych w celu przekazania na rynek wyraźnego komunikatu o wycenie akcji poniżej ich wartości wewnętrznej i zmniejszenia niedowartościowania tych walorów¹⁹. Można zatem wnioskować, iż duże przedsiębiorstwa, nabywając relatywnie mniej akcji własnych (co uwarunkowane jest mniejszym niedowartościowaniem ich akcji), będą mogły w mniejszym stopniu oddziaływać na strukturę posiadanego kapitału (zob. rys. 2).



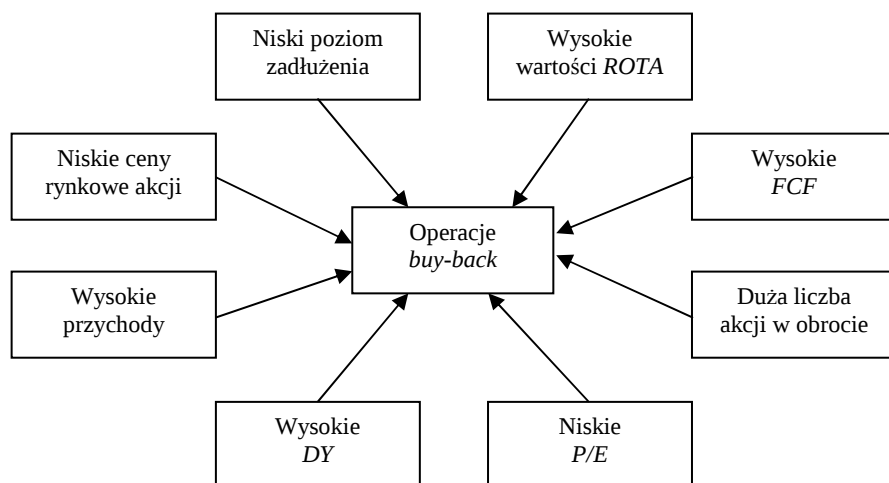
Rys. 2. Wielkość przedsiębiorstwa a restrukturyzacja kapitałowa w drodze nabycia akcji własnych

Źródło: opracowanie własne.

¹⁸ Ustawa o rachunkowości z dnia 29 września 1994 r., DzU 1994, nr 76, poz. 694 z późn. zm, art. 36a, ust. 1.

¹⁹ G. Grullon, R. Michaely, *Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis*, „The Journal of Finance”, August 2002, Vol. 57, No. 4, s. 1649–1984; T. Vermaelen, *Common Stock Repurchases and Market Signaling: An Empirical Study*, „Journal of Financial Economics” 1981, Vol. 9, s. 139–183; D. R. Peterson, P. P. Peterson, *Dutch Auction Versus Fixed-Price Self-Tender Offers: Do Companies Overpay in Fixed-Price Offers?*, „Journal of Financial Research” 1993, Vol. 16, s. 39; D. Ikenberry, J. Lakonishock, T. Vermaelen, *Market Underreaction to Open Market Share Repurchases*, „Journal of Financial Economics” 1995, Vol. 39, s. 181–208; C. Padgett, Z. Wang, *Short-term Returns of UK Share Buyback Activity*, ICMA, 2007, s. 11–28.

Podjęcie decyzji o przeprowadzeniu wykupu akcji własnych warunkowane jest ogólną kondycją finansową spółki. W szczególności zwrócić należy uwagę na jej zadłużenie oraz zdolność spółki do obsługi długu. Badania nad tą problematyką prowadzili m. in: A. Young²⁰, R. Norgaard i C. Norgaard²¹, P. V. Medury, L. E. Bowyer, V. Srinivasan²² oraz D. M. Guffy i D. K. Schneider²³. Autorzy ci zauważyli, iż przedsiębiorstwa podejmujące decyzje o wykupie akcji własnych różnią się pod względem finansowym od tych niedecydujących się na przeprowadzenie odkupienia pewnymi określonymi cechami (zob. rys. 3).



Rys. 3. Podstawowe finansowe determinanty wykupu akcji własnych

Źródło: opracowanie własne na podstawie: A. Young, *Financial operating and security market parameters of repurchasing*, „Financial Analysts Journal” 1969, Vol. 25.4, s. 123–128; R. Norgaard, C. Norgaard, *A Critical Examination of Share Repurchase*, „Financial Management” 1974, Vol. 3.1, s. 21–44; P. V. Medury, L. E. Bowyer, V. Srinivasan, *Stock Repurchases: A Multivariate Analysis of Repurchasing Firms*, „Quarterly Journal of Business and Economics” 1982, Vol. 39, s. 21–35; D. M. Guffey, D. K. Schneider, *Financial Characteristics of Firms Announcing Share Repurchases*, „Journal of Business and Economic Studies”, Fall 2004, Vol. 10, No. 2, s. 13–27.

²⁰ A. Young, *Financial operating and security market parameters of repurchasing*, „Financial Analysts Journal” 1969, Vol. 25.4, s. 123–128.

²¹ R. Norgaard, C. Norgaard, *A Critical Examination of Share Repurchase*, „Financial Management” 1974, Vol. 3.1, s. 21–44

²² P. V. Medury, L. E. Bowyer, V. Srinivasan, *Stock Repurchases: A Multivariate Analysis of Repurchasing Firms*, „Quarterly Journal of Business and Economics” 1982, Vol. 39, s. 21–35.

²³ D. M. Guffey, D. K. Schneider, *Financial Characteristics of Firms Announcing Share Repurchases*, „Journal of Business and Economic Studies”, Fall 2004, Vol. 10, No. 2, s. 13–27.

Spółki wykupujące akcje własne charakteryzują się – w stosunku do innych spółek – niższym poziomem zadłużenia, znacząco wyższą rentownością aktywów całkowitych (*ROTA*), wysokimi zyskami operacyjnymi, jak i wolnymi przepływami pieniężnymi (*FCF*), niższymi cenami rynkowymi akcji zwykłych, niższymi wartościami wskaźnika *P/E*, wyższą stopą dywidendy (*DY*), większą wartością aktywów całkowitych, wyższymi przychodami ze sprzedaży oraz większą liczbą akcji zwykłych w obrocie. Na szczególną uwagę zasługuje fakt, iż przedsiębiorstwa dokonujące odkupienia były mniej zadłużone niż te, które nie odkupywały własnych walorów, co może sugerować, iż nabycie tych papierów wartościowych miało pomóc przedsiębiorstwu w kształtowaniu struktury kapitału i obniżeniu średnioważonego kosztu kapitału.

Restrukturyzacja kapitałowa spółki może być przeprowadzana w drodze wykupu akcji własnych dokonanego prostą lub hybrydową metodą nabycia²⁴. Wybór metody nabycia nie jest przypadkowy. Zastosowanie wybranego sposobu przeprowadzenia operacji *buy-back* pozwala przeprowadzić odpowiednie zmiany w strukturze kapitału i dokonać je w odpowiednim dla spółki tempie (zob. tab. 5).

Tabela 5

Wpływ wykorzystania prostych metod wykupu akcji własnych na strukturę kapitałową spółki

Wyszczególnienie	Wpływ na strukturę kapitału	Siła wpływu na strukturę kapitału	Charakter zmian struktury kapitału	Szybkość zmian restrukturyzacyjnych
Operacje otwartego rynku	Wpływają	Umiarkowana	Umiarkowany	Stopniowe
Publiczne wezwania do sprzedaży akcji	Wpływają	Znacząca	Radykalne	Gwałtowne
Transakcje indywidualnie negocjowane	Wpływają	Znacząca	Radykalne	Gwałtowne

Źródło: opracowanie własne na podstawie: N. Vafeas, *Determinants of the Choice between Alternative Share Repurchase Methods*, „Journal of Accounting, Auditing & Finance” 1997, s. 101–124.

Nabycie akcji własnych na otwartym rynku nie jest odpowiednie dla spółek dążących do szybkiego zredukowania kapitału własnego. Odkupienie akcji tą metodą może trwać parę miesięcy a nawet lat, co skutkuje powolną zmianą struktury kapitałowej przedsiębiorstwa²⁵. Jeżeli spółka dąży do przeprowadzenia szybkich i radykalnych zmian w strukturze kapitału, powinna wybrać publiczne

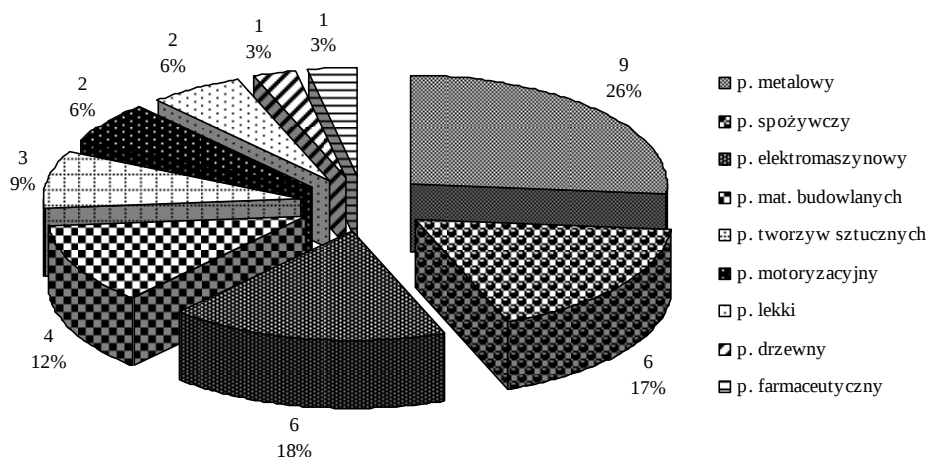
²⁴ Szerzej: A. Pieloch, *Sposoby odkupienia akcji własnych spółek publicznych a motywy jego przeprowadzania*, [w:] J. Duraj (red.) *Wartość i kapitał publicznych spółek akcyjnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 139–160.

²⁵ K. Li, W. McNally, *Open Market versus Tender Offer Share Repurchases: A Conditional Event Study*, Sauder School of Business UBC, August 2004, s. 20.

wezwanie do sprzedaży akcji po stałej cenie lub w formie aukcji holenderskiej, bądź nabywać duże pakiety akcji drodze transakcji indywidualnie negocjowanych z inwestorem²⁶.

4. BADANIA EMPIRYCZNE NAD EFEKTAMI WPLYWU WYKUPU AKCJI WŁASNYCH NA STRUKTURĘ KAPITAŁOWĄ PRZEDSIĘBIORSTW

Badania objęły 121 spółek prowadzących działalność w 13 sektorach przemysłowych. W latach 2007–2011 jedynie 34 z nich przeprowadziły wykup akcji własnych. Najwięcej spółek odkupiło te walory w sektorze metalowym (9 podmiotów), spożywczym i elektromaszynowym (po 6 spółek) oraz przemyśle materiałów budowlanych (4 jednostki). W analizowanym okresie odkupienia akcji własnych nie dokonały spółki z sektora przemysł-inne, chemicznego, paliwowego oraz surowcowego (zob. rys. 4).



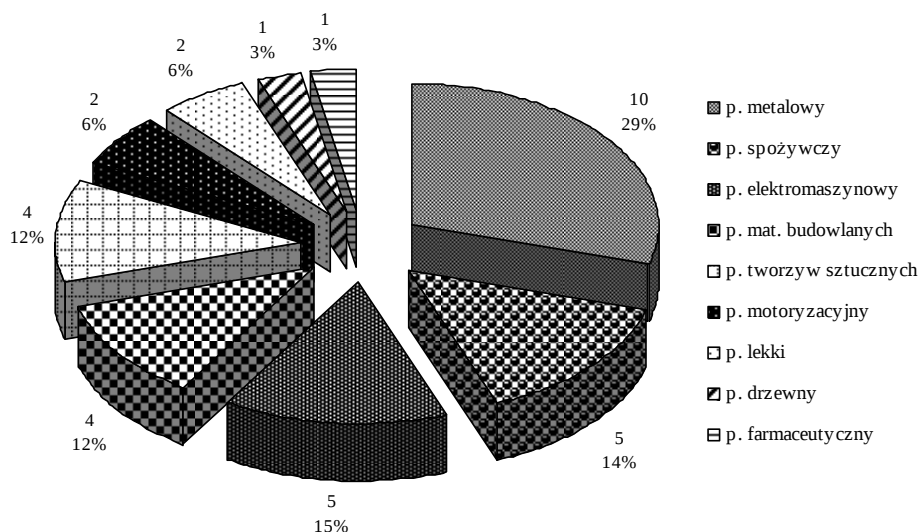
Rys. 4. Liczba spółek przemysłowych wykupujących akcje własne w latach 2007–2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych zaczerpniętych z bazy Notoria Serwis SA.

W latach 2007–2011 spółki przemysłowe wdrożyły łącznie 24 programy nabycia akcji własnych. Najwięcej programów odkupienia ustanowiono w przemyśle metalowym (10 przypadków), spożywczym i elektromaszynowym

²⁶ T. Vermaelen, *Repurchase Tender Offers, Signaling and Managerial Incentives*, „Journal of Financial & Quantitative Analysis”, June 1987, Vol. 42, s. 365–394.

(po 5 programów) oraz materiałów budowlanych i tworzyw sztucznych (po 4 wskazania) (zob. rys. 5).



Rys. 5. Liczba programów nabycia akcji własnych spółek przemysłowych w latach 2007–2011

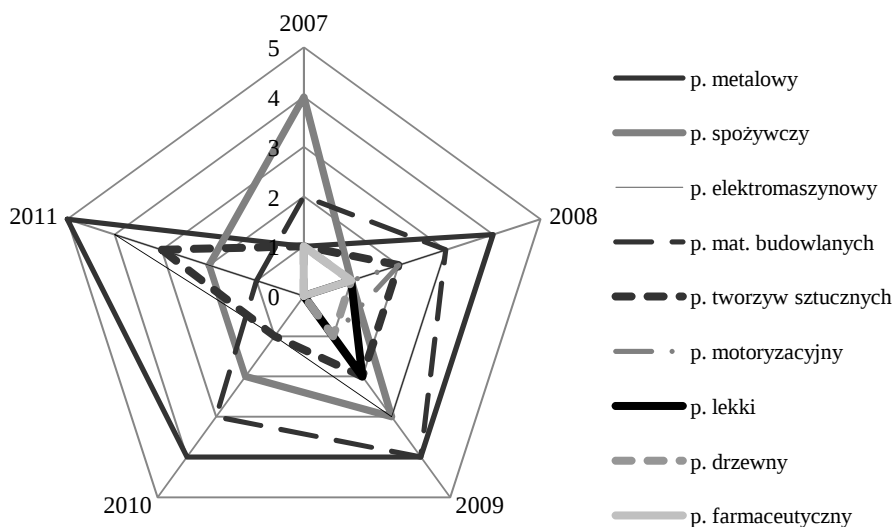
Źródło: jak do rys. 4.

Zauważyć należy, iż polskie prawo dopuszcza możliwość przeprowadzania jednego programu nabycia akcji własnych w okresie nieprzekraczającym 5 lat. Dlatego, też w badanej grupie przedsiębiorstw programy odkupienia tych papierów wartościowych trwały zwykle dłużej niż jeden rok obrotowy. Liczbę wykupów w poszczególnych sektorach przemysłu w podziale na kolejne lata okresu badawczego przedstawiono na rys. 6.

W całym przyjętym do analizy okresie najwięcej wykupów akcji własnych miało miejsce w przemyśle metalowym (łącznie 18), spożywczym (łącznie 12) oraz elektromaszynowym (łącznie 11).

Do analizy wpływu operacji *buy-back* na zmianę struktury kapitałowej przedsiębiorstw wybrano spółki sektora metalowego. Zasadnicza przyczyna przeprowadzenia dalszych badań na przedsiębiorstwach należących do tego sektora wynika z faktu, iż spółki prowadzące w nim działalność wykazały się największą aktywnością w wykorzystaniu odkupienia akcji własnych. Łącznie 9 spółek przeprowadziło w ramach 10 programów wykupu 18 nabyć akcji własnych²⁷.

²⁷ Nadmienić należy, iż z próby badawczej usunięto spółkę Odlewnie SA ze względu na wykazywane przez nią w pasywach bilansu ujemne wartości kapitału własnego.



Rys. 6. Liczba wykupów akcji własnych spółek przemysłowych w latach 2007–2011

Źródło: jak do rys. 4.

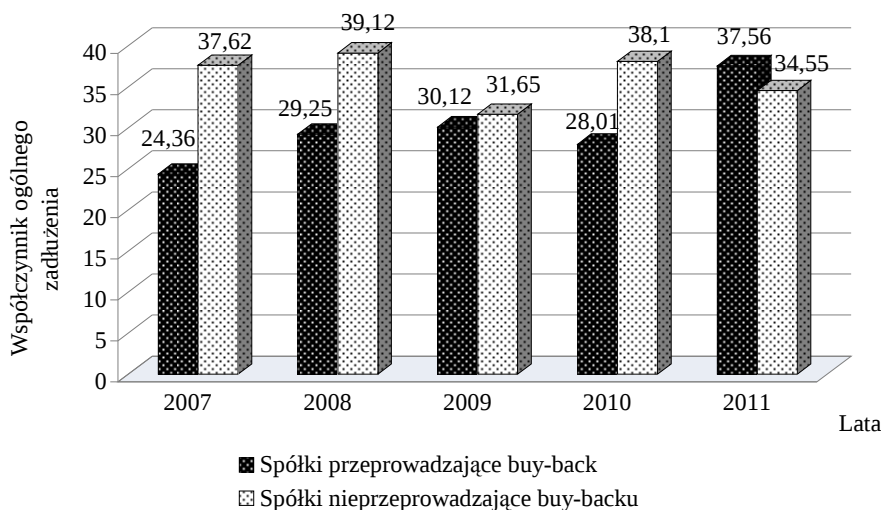
Porównując w ujęciu rocznym średnie wartości współczynników zadłużenia w spółkach przeprowadzających i nieprzeprowadzających operacji *buy-back* zauważyć należy, iż przedsiębiorstwa, w których podjęto decyzje o wykupie akcji własnych, były mniej zadłużone niż spółki nieprzeprowadzające odkupienia. Sytuacja taka może zatem świadczyć, iż jedną z głównych przyczyn odkupienia akcji własnych może być zmiana struktury kapitałowej przedsiębiorstw.

Analizując średnie wartości współczynnika ogólnego zadłużenia w obu grupach spółek zauważyć należy, iż w każdym z lat 2007–2010 były one niższe w spółkach przeprowadzających operacje *buy-back*²⁸. Jedynie w ostatnim roku analizy, tj. w roku 2011, średnie wartości tego współczynnika w spółkach nabywających akcje własne przewyższyły o 3,01 p.p. (punktu procentowego) średnie wartości współczynnika ogólnego zadłużenia dla spółek, które nie przeprowadziły wykupu akcji własnych (zob. rys. 7 i zał. 1).

Tezę, iż wykupy akcji własnych przeprowadzane są w spółkach charakteryzujących się niższym poziomem zadłużenia niż przedsiębiorstwa nienabywające tych walorów, potwierdzają również wyniki analizy porównawczej średnich wartości współczynnika zadłużenia długoterminowego i współczynnika zadłu-

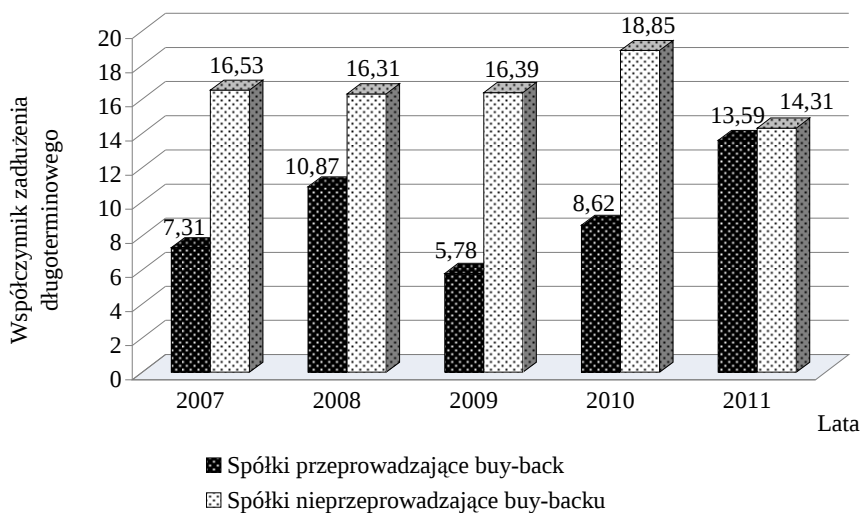
²⁸ W roku 2007 tylko jedna spółka przemysłu metalowego (Stalprodukt SA) przeprowadziła nabycie akcji własnych. W związku z tym, prezentowane w tekście artykułu wartości współczynników zadłużenia dla spółek przeprowadzających *buy-back* nie są wartościami średnimi, a wartościami współczynników liczonymi dla tej spółki.

żenia kapitału własnego. We wszystkich latach analizowanego okresu średnie wartości tych współczynników były niższe w przedsiębiorstwach przeprowadzających operacje *buy-back* (zob. rys. 8 i 9).



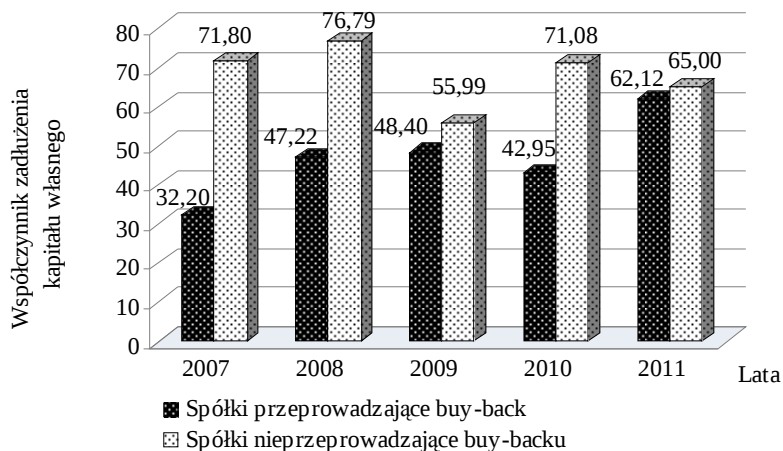
Rys. 7. Średnie wartości współczynnika ogólnego zadłużenia dla spółek wykupujących i niewykupujących akcji własnych [w %]

Źródło: jak do rys. 4.



Rys. 8. Średnie wartości współczynnika zadłużenia długoterminowego dla spółek wykupujących i niewykupujących akcji własnych [w %]

Źródło: jak do rys. 4.



Rys. 9. Średnie wartości współczynnika zadłużenia kapitału własnego dla spółek wykupujących i niewykupujących akcji własnych [w %]

Źródło: jak do rys. 4.

Spółki nabywające akcje własne częściej charakteryzowały się niższymi wartościami wskaźnika ogólnego zadłużenia w porównaniu do jego średnich wartości dla spółek nieprzeprowadzających operacji *buy-back* (9 na 17 przypadków). Średnia wartość tej różnicy wyniosła $-14,19$ p.p., a w połowie spółek wartość współczynnika ogólnego zadłużenia była niższa od średniej dla spółek nieodkupujących akcji własnych o $13,27$ p.p. Niższe wartości współczynnika zadłużenia długoterminowego zaobserwowano aż w 16 spółkach przeprowadzających wykup. Wartości tego współczynnika były niższe średnio o $10,77$ p.p. Z kolei dla współczynnika zadłużenia kapitału własnego sytuacja taka miała miejsce w 13 spółkach, a średnia wartość różnicy kształtowała się na poziomie $-27,61$ p.p. (zob. tab. 6).

Zauważyć należy, iż średnie wartości współczynnika zadłużenia spółek przemysłowych były niższe nie tylko względem średnich wartości odpowiednich współczynników uzyskanych dla przedsiębiorstw niewykupujących akcji własnych, ale również względem ich średnich wartości sektorowych.

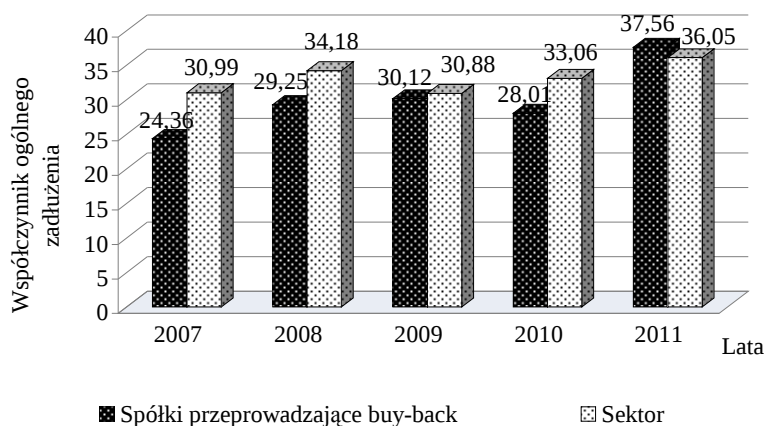
Średnie wartości współczynnika ogólnego zadłużenia przewyższały jego średnie wartości sektorowe w latach 2007–2010. Jedynie w roku 2011 relacja zadłużenia ogólnego do aktywów całkowitych przedsiębiorstwa była niewiele wyższa (tj. o $1,51$ p.p.) w przypadku przedsiębiorstw odkupujących własne walory (zob. rys. 10).

Tabela 6

Średnie wartości różnicy między współczynnikami zadłużenia spółek wykupujących akcje własne a ich wartościami w spółkach nieprzeprowadzających odkupienia w latach 2007–2011 [p.p.]

Wartości współczynników	Liczba spółek	Średnia arytmetyczna	Mediana	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum
Współczynnik ogólnego zadłużenia						
Niższe niż w spółkach nienabywających akcji	9	-14,19	-13,27	0,10	-31,34	-1,89
Wyższe niż w spółkach nienabywających akcji	8	4,69	3,15	0,05	0,45	13,77
Współczynnik zadłużenia długoterminowego						
Niższe niż w spółkach nienabywających akcji	16	-10,77	-11,36	0,06	-18,53	-0,87
Wyższe niż w spółkach nienabywających akcji	1	12,48	x	x	x	x
Współczynnik zadłużenia kapitału własnego						
Niższe niż w spółkach nienabywających akcji	13	-27,61	-22,33	0,21	-68,35	-2,12
Wyższe niż w spółkach nienabywających akcji	4	18,31	19,02	0,10	6,71	28,49

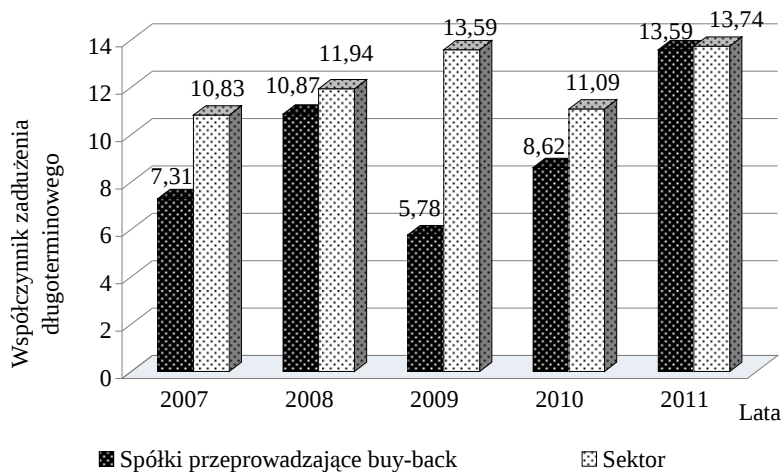
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych zaczerpniętych z bazy Notoria Serwis SA.



Rys. 10. Średnie wartości współczynnika ogólnego zadłużenia dla spółek wykupujących akcje własne i jego wartości sektorowe [w %]

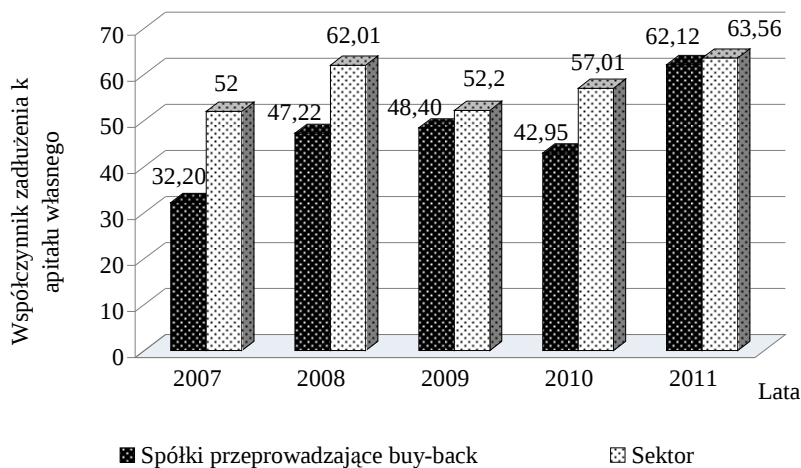
Źródło: jak do rys. 4.

Z kolei średnie wartości współczynnika zadłużenia długoterminowego i zadłużenia kapitału własnego dla spółek wykupujących akcje własne były wyższe niż średnie wartości sektorowe we wszystkich pięciu latach analizowanego okresu (zob. rys. 11 i 12).



Rys. 11. Średnie wartości współczynnika zadłużenia długoterminowego dla spółek wykupujących akcje własne i jego wartości sektorowe [w %]

Źródło: jak do rys. 4.



Rys. 12. Średnie wartości współczynnika zadłużenia kapitału dla spółek wykupujących akcje własne i jego wartości sektorowe [w %]

Źródło: jak do rys. 4.

Dodać należy, iż wartości współczynników zadłużenia poszczególnych spółek były zwykle niższe niż ich średnie wartości sektorowe. Niższe niż sektorowe wartości współczynnika ogólnego zadłużenia zaobserwowano w analizowanym okresie w 9 z 17 operacji *buy-back*. W tym przypadku badany wskaźnik był niższy niż sektorowy średnio o 9,97 p.p. Współczynnik zadłużenia długoterminowego był niższy (średnio o 9,04 p.p.) niż jego wartości sektorowe aż w 12 przypadkach. Z kolei niższe niż sektorowe wartości współczynnika zadłużenia kapitału własnego zaobserwowano dla 9 wykupów akcji własnych. Średnia różnica była w tym przypadku wysoka i wyniosła 30,24 p.p. (zob. tab. 7).

Tabela 7. Średnie wartości różnicy między współczynnikami zadłużenia spółek wykupujących akcje własne a ich wartościami sektorowymi w latach 2007–2011 [p.p.]

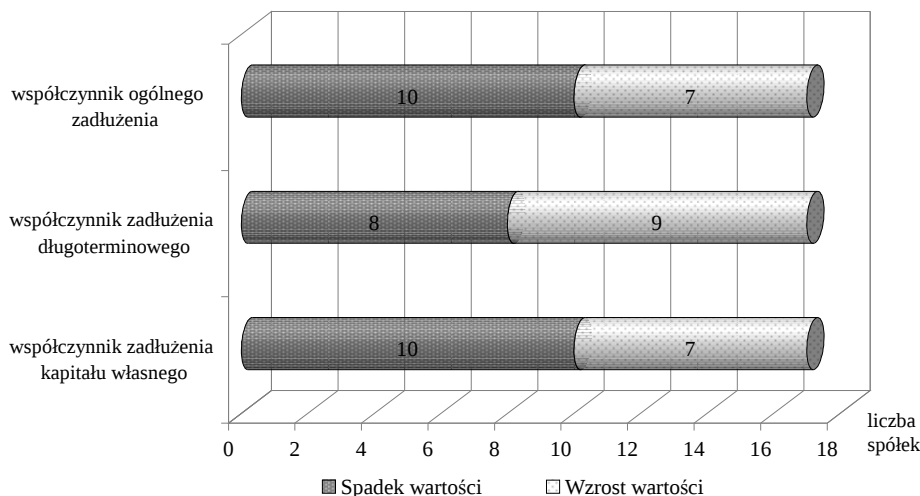
Wartości współczynników	Liczba spółek	Średnia arytmetyczna	Mediana	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum
Współczynnik ogólnego zadłużenia						
Niższe niż sektorowe	9	–9,79	–6,14	0,09	–26,40	–0,90
Wyższe niż sektorowe	8	7,99	5,95	0,04	3,72	13,55
Współczynnik zadłużenia długoterminowego						
Niższe niż sektorowe	12	–9,04	–10,09	0,04	–13,41	–0,15
Wyższe niż sektorowe	5	4,50	2,29	0,06	0,21	15,20
Współczynnik zadłużenia kapitału własnego						
Niższe niż sektorowe	9	–30,24	–31,46	0,15	–53,56	–9,34
Wyższe niż sektorowe	8	13,20	6,95	0,13	0,71	29,93

Źródło: jak do tab. 6.

Zauważyć należy, iż mimo że spółki przemysłowe nabywające akcje własne były mniej zadłużone niż spółki, które operacji *buy-back* nie przeprowadzały, to w większości tych przedsiębiorstw wykup nie skutkował wzrostem poziomu współczynnika zadłużenia. W roku następującym po roku, w którym przeprowadzono odkupienie jedynie w 7 spółkach zaobserwowano wzrost wartości współczynnika ogólnego zadłużenia i zadłużenia kapitału własnego. Z kolei wzrost wartości współczynnika zadłużenia długoterminowego miał miejsce w 9 przypadkach nabycia akcji własnych (zob. rys. 13).

Można zatem stwierdzić, iż kształtowanie struktury kapitałowej jest procesem bardzo złożonym i wielowymiarowym, a wykup akcji własnych jest jedynie jednym z wielu czynników mogących wpływać na relację pomiędzy kapitałem własnym a długiem. Zauważyć też należy, że wykup akcji własnych przeprowa-

dzany jest na warszawskim parkiecie głównie metodą operacji otwartego rynku²⁹. Ten sposób nabycia zmienia strukturę kapitału powoli. Ponadto, zasadniczym źródłem finansowania odkupienia tych walorów jest zysk netto³⁰. Wykup nielewarowany długiem ma niewielki wpływ na zmianę struktury kapitałowej.



Rys. 13. Zmiany w czasie współczynników zadłużenia spółek nabywających akcje własne w latach 2007–2011

Źródło: jak do rys. 4.

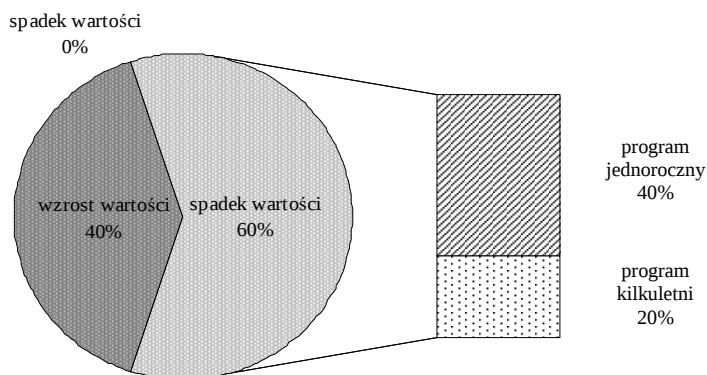
Warto zauważyć, że operacje *buy-back* mają większy wpływ na zmianę struktury kapitałowej wtedy, gdy wykup jest procesem długotrwałym. Analizując zmiany wartości współczynników zadłużenia pod względem długości czasu trwania programów odkupienia można zaobserwować, iż w ostatnim roku programu odkupienia trwającego dłużej niż 12 miesięcy następował zwykle wzrost wartości współczynników zadłużenia.

Wartości współczynników ogólnego zadłużenia, zadłużenia długoterminowego oraz zadłużenia kapitału własnego wzrosły odpowiednio w 40, 60 oraz 40% przypadków po zakończeniu programu odkupienia. Dodać należy, iż wszystkie wzrosty wartości tych współczynników dotyczyły zakończenia programów wykupu akcji własnych przeprowadzanych w okresie dłuższym niż rok. Można zatem stwierdzić, iż badane spółki kończyły program wykupu w momencie wzrostu wartości współczynników zadłużenia.

²⁹ A. Pieloch, *Sposoby odkupienia akcji...*, op. cit., s. 139–160.

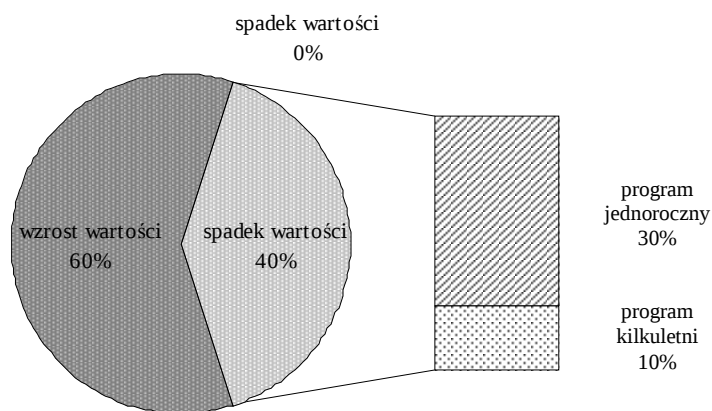
³⁰ A. Pieloch, *Zysk netto jako źródło finansowania wykupu i umorzenia akcji własnych spółek notowanych na GPW w Warszawie*, „Acta Universitatis Lodzensis” 2012, Folia Oeconomica 262, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź, s. 87–103.

Wartości współczynnika ogólnego zadłużenia i zadłużenia kapitału własnego zmalały po zakończeniu 60% programów wykupu. Należy jednakże zauważyć, iż spadek ten miał głównie miejsce w przypadkach, gdy spółki nabywały akcje tylko w jednym roku analizy, co oznacza, że program wykupu trwał krótko i nie był kontynuowany w kolejnych latach. Taka sytuacja dotyczyła 40% wszystkich programów wykupu (zob. rys. 14).



Rys. 14. Zmiany wartości współczynnika ogólnego zadłużenia i współczynnika zadłużenia kapitału własnego po zakończeniu programu wykupu akcji własnych

Źródło: jak do rys. 4.



Rys. 15. Zmiany wartości współczynnika zadłużenia długoterminowego po zakończeniu programu wykupu akcji własnych

Źródło: jak do rys. 4.

Analizując zmiany w czasie współczynnika zadłużenia długoterminowego zauważyć należy, iż po zakończeniu 40% programów nabycia akcji własnych nastąpił spadek jego wartości w stosunku do roku, w którym spółka zaczynała nabywać akcje własne. Zaobserwowano także, że spadek wartości współczynnika zadłużenia długoterminowego miał miejsce głównie w przypadku, gdy wykup akcji własnych trwał krócej niż rok. Taka sytuacja wystąpiła w 40% wszystkich programów wykupu (zob. rys. 15).

5. ZAKOŃCZENIE

Badania nad wpływem wykupu akcji własnych na zmianę struktury kapitału spółek przemysłu metalowego wykazały, iż przedsiębiorstwa przeprowadzające operacje *buy-back* są mniej zadłużone niż te spółki, w których decyzji o wykupie nie podjęto. Średnie wartości współczynników zadłużenia okazały się być dla nich niższe w większości analizowanych lat.

Przeciętne wartości współczynników zadłużenia spółek przemysłu metalowego były także niższe względem ich średnich wartości sektorowych. Sytuacja ta świadczyć może, że spółki przeprowadzające odkupienie kierują się zmianą struktury kapitałowej, a wykup jest jednym z narzędzi mających ułatwić im implementację planowanych zmian.

W większości przedsiębiorstw, które nabyły akcje własne, rezultatem odkupienia nie był wzrost zadłużenia przedsiębiorstwa. Zaobserwowano jednakże, że operacje *buy-back* mają większy wpływ na zmianę struktury kapitałowej wtedy, gdy wykup akcji jest procesem trwającym dłużej niż rok. W takim przypadku, w roku kończącym program odkupienia, następował zwykle wzrost wartości współczynnika zadłużenia. Można zatem przypuszczać, że analizowane spółki kontynuowały proces wykupu akcji własnych do momentu osiągnięcia odpowiadającego im udziału długu w strukturze kapitałowej.

Aleksandra Pieloch

CAPITAL RESTRUCTURING OF BUSINESS USING BUY-BACK OPERATIONS

The main objective of this paper is to present the results of carrying out a capital restructuring in the company using share buy-backs done by companies listed on the Warsaw Stock Exchange.

This article focuses on the essence of capital restructuring in relation to the buy-back operations, as well as it presents the conditioning factors of the capital restructuring conducted by repurchasing of its shares.

The empirical part of the paper presents the results of analysis on the impact of share buyback conducted by public companies listed on the Warsaw Stock Exchange on the capital structure of a company.

Key words: capital restructuring, buy-back, capital structure, debt ratios.

Załącznik 1

Wartości współczynników zadłużenia dla spółek przemysłowych w latach 2007–2011 [w %]

Wyszczególnienie	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Współczynnik ogólnego zadłużenia						
Alchemia SA	32,19	8,32	7,79	6,42	20,35	32,66
Boryszew SA	72,41	64,10	67,95	59,99	47,65	48,32
Complex SA	31,79	18,83	36,07	34,60	45,99	44,81
Ferrum SA	56,77	59,16	50,00	44,43	50,14	63,22
Impexmetal SA	39,04	40,26	39,57	31,06	29,31	29,91
Mennica Polska SA	16,63	20,35	23,55	14,47	16,40	35,16
Stalprodukt SA	32,72	24,36	14,35	11,97	15,01	15,05
Wadex SA	53,49	41,31	40,39	35,01	53,59	41,76
Średnia sektorowa	42,72	30,99	34,18	30,88	33,06	36,05
Średnia dla spółek wykupujących akcje	x	24,36	29,25	30,12	28,01	37,56
Średnia dla spółek niewykupujących akcji	x	37,62	39,12	31,65	38,10	34,55
Współczynnik zadłużenia długoterminowego						
Alchemia SA	3,38	0,19	0,18	0,49	0,37	0,33
Boryszew SA	91,85	68,51	26,91	47,53	57,09	14,77
Complex SA	4,05	11,38	16,11	10,05	13,38	14,23
Ferrum SA	45,07	32,55	12,65	28,79	17,96	15,15
Impexmetal SA	22,56	0,14	15,70	8,93	6,09	13,59
Mennica Polska SA	1,19	3,92	1,13	1,12	3,30	13,94
Stalprodukt SA	4,21	2,53	1,28	0,35	0,29	0,75
Wadex SA	3,39	0,98	6,04	4,13	3,10	0,47
Średnia sektorowa	17,94	10,83	11,94	13,59	11,09	13,74
Średnia dla spółek wykupujących akcje	x	7,31	10,87	5,78	8,62	13,59
Średnia dla spółek niewykupujących akcji	x	16,53	16,31	16,39	18,85	14,31
Współczynnik zadłużenia kapitału własnego						
Alchemia SA	47,46	9,08	8,44	6,86	25,55	48,50
Boryszew SA	262,41	178,59	211,97	149,92	91,01	93,49
Complex SA	46,62	23,20	56,42	52,91	85,15	81,18
Ferrum SA	131,33	144,88	100,02	79,96	100,57	171,87
Impexmetal SA	64,04	67,40	65,48	45,05	41,47	42,67
Mennica Polska SA	19,94	25,55	30,80	16,92	19,62	54,22
Stalprodukt SA	48,64	32,20	16,76	13,60	17,66	17,72
Wadex SA	115,01	70,38	67,74	53,87	115,46	71,71
Średnia sektorowa	91,06	52,00	62,01	52,20	57,01	63,56
Średnia dla spółek wykupujących akcje	x	32,20	47,22	48,40	42,95	62,12
Średnia dla spółek niewykupujących akcji	x	71,80	76,79	55,99	71,08	65,00

Oznaczenia: **7,79** – oznacza rok, w którym spółka dokonała wykupu akcji własnych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych zaczerpniętych z bazy Notoria Serwis SA.