

## NABYWANIE AKCJI WŁASNYCH PRZEZ SPÓŁKI PUBLICZNE

---

---

### Wprowadzenie

Dywidenda stanowi jedno z zasadniczych źródeł przychodów osiągniętych przez inwestorów na giełdzie papierów wartościowych. W praktyce formułowana decyzja dotycząca wypłaty dywidendy przez spółkę prawa handlowego determinowana jest przyjętą polityką w zakresie wypłaty dywidendy.

Przez pojęcie polityki dywidendy w przedsiębiorstwie należy rozumieć rozstrzygnięcia lub decyzje dotyczące sposobu podziału zysku. Owe decyzje, mające charakter strategiczny, w zasadzie sprowadzają się do trzech możliwości, to jest pozostawienia całego zysku w spółce traktując wygenerowany zysk jako kapitał finansujący dalszy rozwój przedsiębiorstwa, przeznaczenia całego zysku netto na wypłatę dywidendy na rzecz akcjonariuszy, czy też do podziału zysku na dwie części - wypłatę dywidendy i zyski zatrzymane<sup>1</sup>. Istnienie trzech wzajemnie się wykluczających teorii wyjaśniających wpływ wypłaty dywidendy na wartość rynkową przedsiębiorstwa - podejście prodywidendowe<sup>2</sup>, neutralne<sup>3</sup> oraz antydywidendowe<sup>4</sup> - sygnalizuje niejednoznaczny oraz wielowątkowy problem dotyczący finansów przedsiębiorstwa.

Decyzja w sprawie podziału wypracowanego przez firmę wyniku finansowego determinowana jest wieloma czynnikami - poziomem rozwoju, sytuacją

---

\* Zakład Rachunkowości i Zarządzania Finansami, Wydział Ekonomiczny, Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa im. Jakuba z Paradyża w Gorzowie Wielkopolskim.

<sup>1</sup> M. Sierpińska, *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Kraków 1999, s. 46.

<sup>2</sup> Zob. M.J. Gordon, *Dividends, Earnings, and Stock Prices*, „The Review of Economics and Statistics”, Vol. 41, No 2/1959, pp. 99-105, J. Lintner, *Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations*, „The Review of Economics and Statistics”, Vol. 44, No 3/1962, pp. 243-269.

<sup>3</sup> Zob. M. H. Miller, F. Modigliani, *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, „The Journal of Business”, Vol. 34, No 4/1961, pp. 411-433.

<sup>4</sup> Zob. D. E. Farrar, L. L. Selwyn, *Taxes, Corporate Financial Policy and Return to Investors*, „National Tax Journal”, Vol. 20, No 4/1967, pp. 444 - 454.

finansową, a także potrzebami inwestycyjnymi - i wiąże się bezpośrednio ze zdolnością do generowania zysków, możliwością jego rozwoju i wzrostu wartości przedsiębiorstwa w przyszłości. W praktyce dywidenda może być wypłacana zarówno w formie gotówki, akcji<sup>5</sup>, czy też chociażby w postaci majątku<sup>6</sup>. Możliwość wykorzystania różnych form dystrybucji gotówki na rzecz akcjonariuszy zwraca uwagę na problem wyboru właściwego sposobu transferu korzyści dla właścicieli przedsiębiorstwa.

Wykupy akcji własnych w celu ich umorzenia (*repurchase of shares*) stanowią jeden ze sposobów transferu wartości dla akcjonariuszy. Motywy nabywania akcji własnych bywają różne począwszy od podziału zysku między akcjonariuszami, poprzez kształtowanie struktury kapitałowej i właścicielskiej spółki, poprawę wskaźników rynkowych, czy też obronę przed wrogim przejęciem. Obserwowany na rynkach finansowych wzrost liczby ogłaszanych skupów akcji przez spółki giełdowe w celu ich umorzenia, wskazuje na rosnące znaczenie wykupów akcji, w których to zarządzający mogą dostrzegać istotne narzędzie zwiększania wartości dla akcjonariuszy.

Zasadniczym celem artykułu jest analiza i ocena stopnia wykorzystania wykupów akcji własnych na rynkach finansowych będących szczególną formą realizacji polityki dywidendy przedsiębiorstw. Analizy i oceny tej dokonano przez pryzmat rynku w Stanach Zjednoczonych na przykładzie spółek wchodzących w skład amerykańskiego indeksu giełdowego S&P 500. Przedmiotem analizy były kwartalne wykupy akcji dokonane przez spółki giełdowe zaliczane do indeksu S&P 500 za okres I kwartał 2005 - II kwartał 2013.

## 1. Pojęcie i istota nabywania akcji własnych

Historia wypłat dywidend związana jest ze spółką kapitałową. Pierwsze przedsiębiorstwa działające w tej formie zorganizowane były w ten sposób, że po zrealizowaniu celu przedsięwzięcia, dla którego prowadzono firmę, zyski dzielono między jej partnerów zgodnie z ich udziałem finansowanym, po czym takie przedsiębiorstwo było rozwiązywane. Tym samym wypłaty na rzecz udziałowców miały więc postać znanej także i dziś dywidendy likwidacyjnej<sup>7</sup>. Z biegiem czasu wypłaty dla właścicieli ograniczyły się do dywidend pieniężnych wypłacanych z zysku, zaś powstałe przedsiębiorstwa nadal kontynu-

<sup>5</sup> A. N. Duraj, *Czynniki realizacji polityki wypłat dywidendy przez spółki akcyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 55.

<sup>6</sup> E. M. Wrońska, *Wybrane zagadnienia transferu zysków przedsiębiorstwa na rzecz akcjonariuszy w formie dywidendy rzeczowej*, (w:) *Zarządzanie i finanse*, red. W. Golnau, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, Zeszyty Naukowe Nr 1/2013, Tom 1, Uniwersytet Gdański, Gdańsk 2013, s. 522.

<sup>7</sup> M. Kowerski, *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Wydawnictwo Konsorcjum Akademickie, Kraków-Rzeszów-Zamość 2011, s. 18.

owały swą działalność dla realizacji dalszych celów zarobkowych. Zatem można przyjąć, iż wykup akcji własnych ma swe źródło w dywidendzie likwidacyjnej, która wypłacana była w momencie ograniczenia lub zaprzestania kontynuacji działalności przedsiębiorstwa.

Wykup akcji własnych stanowi alternatywę wobec wypłaty dywidendy w formie pieniężnej. Pojęcie „nabycia akcji własnych” odnosi się do transakcji, w których uczestniczy emitent odkupujący z rynku wcześniej wyemitowane akcje, zatem można stwierdzić, iż jest to „operacja odwrotna do sprzedaży akcji nowej emisji”<sup>8</sup>. Wykup akcji własnych najczęściej kojarzony jest z nabywaniem ich w celu umorzenia, niemniej jednak przeprowadzany jest on również w celu realizacji programów motywacyjnych, czy też w związku z wypełnieniem zobowiązań związanych z realizacją emisji obligacji zamiennych na akcje itp.

Zgodnie z obowiązującymi regulacjami prawnymi do zasady istnieje zakaz nabywania wyemitowanych przez spółkę akcji własnych<sup>9</sup>, źródłem tego zakazu jest cel nabywania akcji własnych przez spółki akcyjne. Zakaz ten ma swą długoletnią tradycję w historii prawa spółek handlowych. Pierwotnie stanowiący prawo uważali, iż nabywanie akcji własnych powinno być prawnie zabronione tak, aby spółka nie mogła stać się własnym akcjonariuszem. Co więcej, obawiano się, że brak takiego przepisu mógłby prowadzić do naruszenia interesów wierzycieli i akcjonariuszy mniejszościowych. Pomimo tego, iż obawy te nie ustały wraz z upływem czasu, zakaz bezwzględnego nabywania akcji ewaluował w kierunku poszerzania wyjątków, w których nabywanie akcji własnych jest dopuszczalne, dostrzeżono w tym narzędzie wzrostu wartości przedsiębiorstwa, ale także sprawnego przepływu korzyści dla akcjonariuszy<sup>10</sup>. Zatem zasada zakazu nabywania akcji własnych ograniczona jest przez szereg wyjątków, wśród których do najważniejszych można zaliczyć nabywanie akcji w celu: ich umorzenia, wypełnienia zobowiązań wynikających z instrumentów dłużnych zamiennych na akcje, zaspokojenia roszczeń spółki, zaferowania akcji pracownikom w ramach realizowanych programów motywacyjnych<sup>11</sup>. Nabycie akcji własnych przez spółkę możliwe jest tylko w określonych przypadkach oraz przy spełnieniu określonych warunków.

## 2. Metody wykupu akcji własnych

Wykup akcji własnych może być przeprowadzony za pomocą różnych metod. Sposób nabywania akcji własnych przez spółki publiczne uzależniony

<sup>8</sup> B. Horbaczewska, *Wypłaty dla akcjonariuszy a wycena akcji na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo CeDeWu.pl, Warszawa 2012, s. 58.

<sup>9</sup> KSH, art. 362.

<sup>10</sup> T. Sójka, *Nabywanie akcji własnych w celu umorzenia*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, nr 3/ 2002, s. 38-39.

<sup>11</sup> KSH, art. 362.

jest przede wszystkim od skali planowanego wykupu, specyfiki rynku, a także wielkości grupy akcjonariuszy, do których kierowana jest oferta<sup>12</sup>. W praktyce funkcjonowania rynku kapitałowego wśród najważniejszych metod wykupu akcji własnych można wyróżnić: wezwanie do sprzedaży akcji po stałej cenie (*fixed price tender offer*), wezwanie do sprzedaży w drodze przetargu holenderskiego (*dutch auction*), skup akcji na wolnym rynku (*open-market repurchases*), indywidualne negocjowane transakcje (*individually negotiated transactions repurchase*).

Wykup akcji własnych w drodze publicznego wezwania do sprzedaży akcji po stałej cenie lub też w drodze przetargu są często stosowanymi sposobami na wielu rynkach na świecie. Spółka ogłaszając skup akcji własnych po stałej cenie podaje do publicznej wiadomości, liczbę, cenę oraz okres przyjmowania zapisów. Często spółki ogłaszając wezwanie informują o warunku wymaganej minimalnej liczby akcji, niezbędnej do tego, aby wezwanie takie było skuteczne. Brak odpowiedniej liczby akcji przedstawionych do wykupu może być powodem do unieważnienia wezwania. W sytuacji, gdy liczba akcji przedstawionych do wykupu przekracza maksymalną liczbę akcji, które chce nabyć spółka to wówczas, firma może objąć wszystkie zgłoszone do wykupu akcje lub też kupić docelową liczbę akcji wykorzystując mechanizm proporcjonalnej redukcji zleceń sprzedaży. Cena w wezwaniu powinna być wyższa od aktualnej ceny rynkowej tak, aby zainteresować potencjalnych akcjonariuszy do sprzedaży akcji. Różnica między ceną w wezwaniu a ceną rynkową to tzw. premia, która odzwierciedla skalę niedowartościowania akcji. Jeżeli premia zostanie ustalona na zbyt niskim poziomie to akcjonariusze nie będą skłonni odpowiedzieć na wezwanie. Zatem ustalenie właściwej premii jest kluczowym elementem powodzenia mechanizmu nabywania akcji własnych, zaś rola akcjonariuszy w operacjach wykupu sprowadza się do podjęcia decyzji o sprzedaży lub nie sprzedaży posiadanego pakietu akcji. Wykup akcji własnych w drodze publicznego wezwania gwarantuje równość szans zbycia akcji na rzecz spółki. W myśl zasady równego traktowania akcjonariuszy wszystkich obowiązują te same reguły nabywania akcji, niezależnie od wielkości posiadanego pakietu akcji<sup>13</sup>.

Nabywanie akcji własnych przez spółkę w ramach przetargu holenderskiego polega generalnie na tym, iż akcjonariusze decydujący się na sprzedaż posiadanych papierów wartościowych określają ilość akcji oraz proponują cenę ich sprzedaży w przedziale wyznaczonym przez spółkę. Spośród złożonych ofert firma wyznacza jedną cenę pozwalającą nabyć jej zakładaną liczbę

---

<sup>12</sup> T. Słoński, *Analiza wpływu wspomaganie długiem wykupu akcji (LBO) na wartość spółki*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2012, s. 49.

<sup>13</sup> B. Horbaczewska, *Wyплаты dla акcjonарисзы ...*, op. cit., s. 71-72, T. Sójka, *Nabywanie akcji własnych ...*, op. cit., s. 51-52.

akcji. Jest to cena obejmująca oferty z ceną niższą lub równą wyznaczonej cenie, natomiast oferty z ceną wyższą są odrzucane. W tego typach operacjach skupu akcji własnych akcjonariusz nie tylko musi zdecydować się na to, czy ma odpowiedzieć na wezwanie lub też nie, ale także w przypadku podjęcia decyzji o sprzedaży musi określić również cenę, po której skłonny jest sprzedać swoje akcje. Wykup akcji własnych w transakcjach aukcyjnych pozwala nabyć znaczną liczbę akcji w krótkim czasie<sup>14</sup>.

Operacje otwartego rynku stanowią jeden z najpopularniejszych sposobów nabywania własnych akcji. Ta forma wykupu akcji własnych zazwyczaj przyjmuje postać programu wykupu akcji własnych, w którym to programie zawiera się między innymi informacje na temat liczby akcji, ceny oraz okresu nabywania akcji w ramach uchwalonego programu. Cechą charakterystyczną transakcji na otwartym rynku jest to, że spółka nabywa akcje po cenie rynkowej bez ogłaszania publicznego wezwania do sprzedaży akcji własnych, nabycia dokonuje zwykle za pośrednictwem biura maklerskiego, a nabycie akcji jest rozciągnięte w czasie. Należy zaznaczyć, iż ogłoszenie programu wykupu akcji własnych nie wiąże się z koniecznością jego bezwzględnej realizacji. Często jest tak, że wykup akcji własnych jest realizowany częściowo lub też w skrajnym przypadku nie jest realizowany w ogóle. W przypadku częściowej realizacji programu zarówno liczba skupionych akcji, jak i kwota przeznaczona na skup jest niższa niż zakładane wartości w programie. Operacje otwartego rynku stanowią elastyczną formę nabywania akcji własnych, albowiem proces nabywania może być rozłożony w czasie, dostosowany do możliwości i sytuacji finansowej spółki<sup>15</sup>.

Spółki publiczne mogą nabywać akcje własne również w drodze transakcji negocjowanych. Przez indywidualne negocjowane transakcje należy rozumieć transakcje nabycia akcji przez spółkę z pominięciem publicznego wezwania do sprzedaży akcji. Transakcje takie zawierane są poza podstawowymi systemami notowań akcji na rynku regulowanym i polegają na negocjowaniu indywidualnych warunków zbycia ze stroną będącą w posiadaniu znacznego pakietu akcji. Cena transakcyjna nabywanych akcji jest wyraźnie większa od aktualnego kursu giełdowego. Do indywidualnie negocjowanych transakcji należy zaliczyć przede wszystkim transakcje pozagiełdowe a także transakcje pakietowe zawierane na rynku regulowanym<sup>16</sup>.

---

<sup>14</sup> T. Słoński, *Analiza wpływu ...*, op. cit., s. 64-65.

<sup>15</sup> T. Sójka, *Nabywanie akcji własnych ...*, op. cit., s. 52; T. Słoński, *Analiza wpływu ...*, op. cit., s. 69-71.

<sup>16</sup> T. Sójka, *Nabywanie akcji własnych ...*, op. cit., s. 52-53.

### 3. Cele nabywania akcji własnych

Motywy nabywania akcji własnych przez spółki publiczne bywają różne, najczęściej jednak wskazuje się na kilka z nich. Wykupy akcji własnych mogą być traktowane jako instrument pozwalający na dokonanie podziału zysku między akcjonariuszami, kształtowanie struktury kapitałowej i właścicielskiej spółki, poprawę wskaźników rynkowych, czy też obronę przed wrogim przejęciem<sup>17</sup>.

Decyzja o wykupie akcji własnych przez spółkę jest podejmowana, gdy w firmie występują wolne środki finansowe niebiorące udział w finansowaniu działalności operacyjnej. Jeżeli wygospodarowana nadwyżka finansowa nie przynosi odpowiedniego zwrotu na kapitale, nie może być ona efektywnie wykorzystana w firmie, to wykup akcji własnych staje się skutecznym i elastycznym narzędziem dystrybucji niewykorzystanych środków finansowych firmy na rzecz akcjonariuszy<sup>18</sup>. Z drugiej strony wykupy stanowią informację dla uczestników rynku o tym, iż spółka nie dysponuje zyskowymi projektami, a to może sprzyjać procesom przenoszenia i lokowania kapitałów w inne firmy bądź branże<sup>19</sup>.

Poprzez wykupy akcji własnych można dokonać zmian w strukturze kapitału oraz strukturze właścicielskiej spółki. Na skutek nabycia akcji własnych zmniejszeniu ulega kapitał własny firmy i jednocześnie rośnie udział kapitału obcego. W ten sposób zmiany w strukturze kapitałów firmy prowadzą do spadku średnioważonego kosztu kapitału, albowiem postrzegany jako relatywnie drogi kapitał własny zastępowany jest tańszym - kapitałem obcym, który pozwala wykorzystać efekt osłony podatkowej. Zatem właściwa relacja długu do kapitałów własnych prowadzi do podwyższenia rentowności kapitału własnego firmy<sup>20</sup>. Rezultatem wykupu akcji własnych jest zmniejszenie liczby akcji w obrocie, co prowadzi do zmian w strukturze własnościowej. Akcjonariusze, którzy zdecydowali się zachować posiadane akcje, uzyskują większy wpływ na podejmowane decyzje oraz większy udział w przyszłych zyskach. Tym samym zmiany w strukturze właścicielskiej na skutek wykupu akcji własnych często prowadzą do umocnienia pozycji dominującego akcjonariusza, czy też zwiększenia siły oddziaływania akcjonariuszy pozostających w spółce<sup>21</sup>.

Celem nabywania akcji własnych przez firmy może być dążenie do poprawy wskaźników rynkowych, np. wskaźnika zysku na jedną akcję (*earnings*

---

<sup>17</sup> D. Dąbrowski, *Nabywanie akcji własnych przez spółkę akcyjną*, Wydawnictwo Wolters Kluwer, Warszawa 2010, s. 83.

<sup>18</sup> Ibidem, s. 85-87.

<sup>19</sup> A. Rutkowski, *Decyzje o wykupie akcji własnych*, „Przegląd Organizacji”, 10/2005, s. 33.

<sup>20</sup> D. Dąbrowski, *Nabywanie akcji własnych ...*, op. cit., s. 87.

<sup>21</sup> B. Horbaczewska, *Wyplaty dla akcjonariuszy ...*, op. cit., s. 100.

*per share - EPS*), wskaźnika ceny akcji do zysku na jedną akcję (*price to earnings per share - P/E*), wskaźnika wartości księgowej na jedną akcję (*book value per share - BVS*), czy też wskaźnika cena do wartości księgowej (*price to book value ratio*) itp. Na ich kształtowanie bez wątpienia wpływa liczba akcji, która ulega zmniejszeniu w wyniku nabycia akcji własnych. Na przykład, ten sam zysk podzielony przez mniejszą liczbę akcji wpłynie na wzrost wskaźnika EPS, bowiem korzyści dzielone będą pomiędzy mniejszą liczbę akcjonariuszy. Zatem celem zarządzających spółką może być poprawa wskaźników rynkowych, szczególnie tych mierników uważanych przez uczestników rynku kapitałowego za kluczowe w ocenie postrzegania przedsiębiorstwa na rynku. Z kolei to, czy poprawa wskaźników rynkowych będzie miała wpływ na wzrost rynkowej ceny akcji, jest kwestią już niezależnej oceny przez poszczególnych uczestników rynku<sup>22</sup>.

Nabywanie akcji własnych może być wykorzystane jako narzędzie obrony przed wrogiem przejęciem. Obiektem zainteresowania i celem wrogiego przejęcia są często firmy o niskim poziomie zadłużenia, znacznych zasobach gotówkowych, niedowartościowanych akcjach. Wydatkowanie zgromadzonej gotówki na wykupy własnych akcji prowadzi do zmniejszenia płynności w firmie oraz wzrostu jej zadłużenia, co jednocześnie zmniejsza zdolność przedsiębiorstwa do zaciągania zobowiązań w przyszłości sprawiając, że potencjalny cel przejęcia staje się mniej atrakcyjny niż przed wydatkowaniem gotówki na własne akcje. Co więcej, ogłoszenie programu wykupu akcji często prowadzi do wzrostu ceny rynkowej akcji, wówczas ewentualne przejęcie staje się droższe. Ponadto skup akcji własnych prowadzi do zmniejszenia płynności spółki (liczba akcji w obrocie), co utrudnia przejęcie kontroli nad firmą. Przeprowadzenie programu wykupu akcji własnych w przedsiębiorstwie istotnie zmniejsza niebezpieczeństwo wrogiego przejęcia. Wzrost zadłużenia, zmniejszenie zasobów gotówkowych czyni z firmy mniej atrakcyjny przedmiot potencjalnego wrogiego przejęcia<sup>23</sup>.

Z powyższego wynika, iż cele nabywania akcji własnych przez spółki bywają różne. Przyjmuje się, iż spółki nabywając akcje własne sygnalizują trzy rodzaje informacji płynących z przedsiębiorstwa: poprawę zysków w przyszłości, spadek ryzyka firmy a także niedowartościowanie akcji<sup>24</sup>.

---

<sup>22</sup> S. Gryglewicz, *Wykup akcji jako alternatywa wypłaty dywidendy w praktyce funkcjonowania spółek notowanych na GPW w Warszawie*, (w:) *Z badań nad rynkiem kapitałowym w Polsce*, red. W. Frąckowiak, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2001, s. 277-278; D. Dąbrowski, *Nabywanie akcji własnych ...*, op. cit., s. 88.

<sup>23</sup> B. Horbaczewska, *Wypłaty dla akcjonariuszy ...*, op. cit., s. 115-116.

<sup>24</sup> S. Gryglewicz, *Wykupy akcji jako ...*, op. cit., s. 279.

#### 4. Wykup akcji własnych przez pryzmat rynku w Stanach Zjednoczonych

Nabywanie akcji własnych na rynkach rozwiniętych stanowi często stosowaną metodę transferu korzyści na rzecz akcjonariuszy. Jednym z takich rynków jest z pewnością rynek w Stanach Zjednoczonych.

Znaczenie wykupów na rynku amerykańskim rosło wraz z upływem czasu. Na początku lat 70-tych XX wieku wartość wykupów akcji własnych często nie przekraczała 5 mld USD rocznie. W chwili obecnej można zauważyć wyraźny wzrost liczby i wartości ogłaszanych programów wykupu akcji własnych<sup>25</sup>.

Aktualne tendencje w zakresie wykupów akcji własnych można zaobserwować na przykładzie spółek wchodzących w zakres amerykańskiego indeksu giełdowego S&P 500, grupującego pięćset firm o największej kapitalizacji notowanych na New York Stock Exchange i NASDAQ.

Z danych zamieszczonych na wykresie nr 1 obrazujących kwartalne wykupy akcji realizowanych przez spółki zaliczane do indeksu S&P 500 w okresie I kwartał 2005 do II kwartał 2013 wyodrębnić można podokresy, w których wartość nabytych akcji własnych wyraźnie rosła lub też malała. Obserwowalne zmiany w wykupach akcji własnych wykazują istotną zależność między wartością wykupów a poziomem indeksu S&P 500. Zatem można stwierdzić, iż okres dekonunktury na rynku nie sprzyja realizacjom wykupów. Wzrost poziomu niepewności na rynku powoduje, że spółki publiczne wstrzymują się z ogłaszaniem nowych programów wykupu akcji własnych, a w przypadku programów już realizowanych ograniczają ich rozmiar lub też je zawieszają.

Z drugiej strony niskie ceny akcji mogą zachęcać spółki do ogłaszania programów wykupu akcji własnych, dlatego też po długotrwałych okresach spadków kursów giełdowych papierów wartościowych obserwuje się dynamiczny wzrost liczby i wartości nabywanych akcji własnych przez spółki giełdowe.

Powrót do okresu wzrostów na rynku amerykańskim znalazł swe odzwierciedlenie w poziomie wykupów akcji własnych. Wartość zrealizowanych wykupów akcji własnych w ostatnich 12 miesiącach wyniosła ponad 415 mld USD. Wśród spółek z indeksu S&P 500, które w ciągu ostatnich 12 miesięcy przeznaczyły najwięcej gotówki na wykupy akcji własnych, znalazły się takie spółki jak Exxon Mobil Corporation 20 mld USD, Apple 17,9 mld USD,

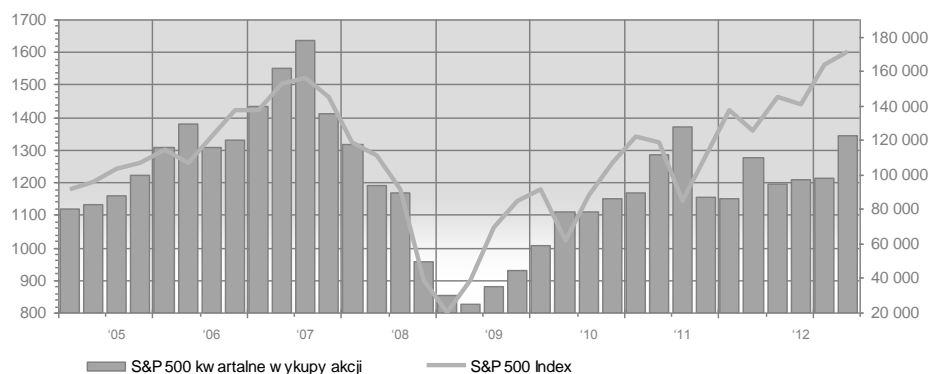
---

<sup>25</sup> Zob. A.K. Dittmar, *Why do Firms Repurchase Stock?*, „Journal of Business”, Vol. 73, No 3/2000, pp. 331-355; G. Grullon, R. Michaely, *Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis*, „The Journal of Finance”, Vol. LVII, No 4/2002, pp. 1649-1684.



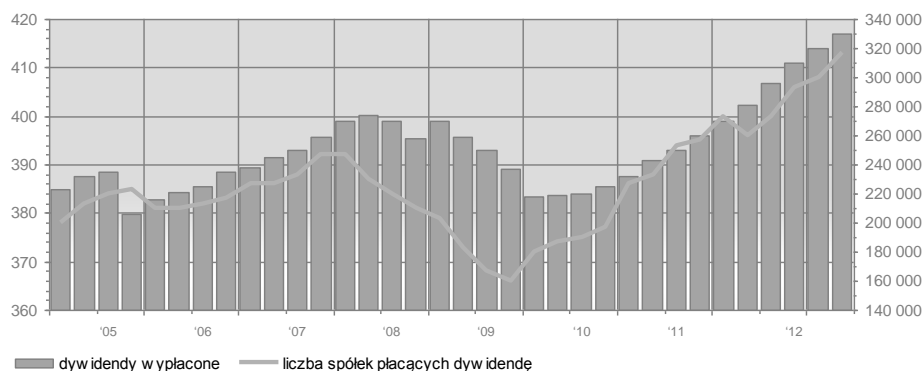
AT&T 17,3 mld USD, Pfizer 13,3 mld USD, IBM Corporation 12 mld USD, Oracle Corporation 11 mld USD oraz General Electric Company 10,2 mld USD.

**Wykres 1. Kwartalne wykupy akcji spółek z indeksu S&P 500 (w mln \$)**



Źródło: *Buyback Quarterly*, FactSet Research Systems Inc., September 2013,  
<http://www.factset.com> [dostęp 10.12.2013]

**Wykres 2. Liczba oraz kwoty wypłat dywidend przez spółki z indeksu S&P 500 (w mln \$)**



Źródło: *Dividend Quarterly*, FactSet Research Systems Inc., September 2013,  
<http://www.factset.com> [dostęp 10.12.2013]

Ocena wykupów akcji własnych nie może odbyć się bez odniesienia do dywidendy pieniężnej. W tym celu na wykresie nr 2 przedstawiono liczbę oraz wartość wypłaconych dywidend przez spółki z indeksu S&P 500. Ponad 83% spółek zaliczanych do indeksu S&P 500 w ostatnich 12 miesiącach dzieliło się ze swoimi akcjonariuszami zyskami w formie dywidendy. Suma wypłaconych dywidend w tym okresie przekroczyła ponad 329 mld USD. Wśród

spółek, które w ostatnich 12 miesiącach przeznaczyły na dywidendy największą kwotę, znalazły się takie firmy jak Exxon Mobil Corporation 10,5 mld USD, Apple 10,2 mld USD, AT&T 10 mld USD, General Electric Company 7,5 mld USD, Microsoft Corporation 7,4 mld USD oraz Chevron Corporation 7,4 mld USD.

Tym samym można zauważyć, iż wartość zrealizowanych wykupów akcji własnych (415 mld USD) w ostatnich 12 miesiącach była wyraźnie większa niż kwota wypłaconych dywidend pieniężnych (329 mld USD) w tym okresie. Świadczyć to może o tym, iż amerykańskie spółki skupione w indeksie S&P 500 postrzegają wykupy akcji własnych jako efektywniejsze narzędzie przepływu środków pieniężnych na rzecz akcjonariuszy niż dywidenda pieniężna. I tak firma Exxon Mobil Corporation z sektora energetycznego w ciągu ostatnich 12 miesięcy wypłaciła dla swych akcjonariuszy ponad 30,5 mld USD, z czego 20 mld USD przeznaczono na wykupy akcji własnych.

## Podsumowanie

Decyzje związane z nabywaniem akcji własnych w spółce nie należą do łatwych, wywierają one istotny wpływ na finanse przedsiębiorstwa. W zasadzie przesłanki nabywania akcji własnych bywają różne i wynikają one z przyjętych długoterminowych strategii firmy.

Statystyki na temat skupu akcji własnych, obejmujące jeden z najbardziej rozwiniętych rynków finansowych świata, jednoznacznie wskazują na duże znaczenie wykupów wśród amerykańskich spółek. Spółki publiczne zgrupowane w indeksie S&P 500 w praktyce często korzystają z możliwości buy backu. Kwoty przeznaczone na wykupy akcji własnych niejednokrotnie przewyższają kwoty przeznaczone na wypłatę dywidendy pieniężnej. Na rozwiniętych rynkach finansowych obserwuje się rosnące znaczenie wykupów akcji w transferze korzyści na rzecz akcjonariuszy.

W Polsce brak jest oficjalnych statystyk monitorujących skalę i zakres realizowanych wykupów akcji własnych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Z przeglądu dostępnych wyników badań wynika, iż wykupy akcji własnych w Polsce nie są bardzo popularne, choć zauważalne na rynku. Należy zaznaczyć, iż dystrybucja zysków przedsiębiorstwa na rzecz akcjonariuszy za pomocą dywidendy pieniężnej jest pożądaną i dominującą formą transferu korzyści na polskim rynku kapitałowym. Można zaobserwować, iż rodzime spółki publiczne zazwyczaj dokonują transferu zysków na rzecz akcjonariuszy wybierając właśnie dywidendę pieniężną jako formę realizacji przyjętej polityki dywidendy. Należy mieć nadzieję, że spółki publiczne w Polsce będą widziały w mechanizmie nabywania akcji własnych narzędzie realizacji strategicznych celów przedsiębiorstwa, co uzasadnia dalsze prowadzenie badań w tym zakresie w przyszłości.

**BIBLIOGRAFIA:**

- Buyback Quarterly*, FactSet Research Systems Inc., September 2013, <http://www.factset.com>, [dostęp 10.12.2013].
- Dąbrowski D., *Nabywanie akcji własnych przez spółkę akcyjną*, Wydawnictwo Wolters Kluwer, Warszawa 2010.
- Dittmar A.K., *Why do Firms Repurchase Stock?*, "Journal of Business", Vol. 73, No. 3, July 2000, pp. 331-355.
- Dividend Quarterly*, FactSet Research Systems Inc., September 2013, <http://www.factset.com>, [dostęp 10.12.2013].
- Duraj A. N., *Czynniki realizacji polityki wypłat dywidendy przez spółki akcyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- Farrar D. E., Selwyn L. L., *Taxes, Corporate Financial Policy and Return to Investors*, „National Tax Journal”, Vol. 20, No 4/1967, pp. 444-454.
- Gordon M.J., *Dividends, Earnings, and Stock Prices*, „The Review of Economics and Statistics”, Vol. 41, No 2/1959, pp. 99-105.
- Grullon G., Michaely R., *Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis*, „The Journal of Finance”, Vol. LVII, No 4/2002, pp. 1649-1684.
- Gryglewicz S., *Wykup akcji jako alternatywa wypłaty dywidendy w praktyce funkcjonowania spółek notowanych na GPW w Warszawie*, (w:) *Z badań nad rynkiem kapitałowym w Polsce*, red. W. Frąckowiak, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2001.
- Horbaczevska B., *Wypłaty dla akcjonariuszy a wycena akcji na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo CeDeWu.pl, Warszawa 2012.
- Kowerski M., *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Wydawnictwo Konsorcjum Akademickie, Kraków-Rzeszów-Zamość 2011.
- Lintner J., *Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations*, „The Review of Economics and Statistics”, Vol. 44, No 3/1962, pp. 243-269.
- Miller M. H., Modigliani F., *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, „The Journal of Business”, Vol. 34, No 4/1961, pp. 411-433.
- Rutkowski A., *Decyzje o wykupie akcji własnych*, Przegląd Organizacji, Nr 10, 2005.
- Sierpińska M., *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Kraków 1999.
- Słoński T., *Analiza wpływu wspomaganie długiem wykupu akcji (LBO) na wartość spółki*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2012.
- Sójka T., *Nabywanie akcji własnych w celu umorzenia*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, nr 3/2002, s 37-56.
- Wrońska E. M., *Wybrane zagadnienia transferu zysków przedsiębiorstwa na rzecz akcjonariuszy w formie dywidendy rzeczowej*, (w:) *Zarządzanie i Finanse*, red. W. Gołnau, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, Zeszyty Naukowe Nr 1/2013, Tom 1, Uniwersytet Gdański, Gdańsk 2013.

**Streszczenie**

Przedmiotem rozważań w niniejszym artykule jest zagadnienie nabywania akcji własnych przez spółki publiczne. Wykupy akcji stanowią jeden z instrumentów realizacji transferu gotówki na rzecz akcjonariuszy. W artykule przedstawiono metody wykupu akcji własnych oraz motywy nabywania akcji własnych przez spółki publiczne. Na przykładzie spółek wchodzących w skład indeksu giełdowego S&P 500 dokonano oceny wykorzystania wykupów akcji własnych będących szczególną formą realizacji polityki dywidendy przez spółki publiczne.

**REPURCHASE OF SHARES BY THE COMPANY PUBLIC***Summary*

The subject of discussion in this article is the issue of repurchase of own shares by the company public. Buyouts of shares is one of the instruments for implementing the transfer of cash to the shareholders. The paper presents methods of share buyback and recitals repurchase of own shares by the listed companies. For example, companies in the stock market index S & P 500 were assessed by using redeem their own shares a special form of the dividend policy by the public companies.