

Andrzej Kuciński<sup>1</sup>, Magdalena Byczkowska<sup>2</sup>

Akademia im. Jakuba z Paradyża w Gorzowie Wielkopolskim  
Wydział Ekonomiczny

<sup>1</sup>e-mail: akucinski@ajp.edu.pl

<sup>2</sup>e-mail: mbyczkowska@ajp.edu.pl

## *Buy-back* akcji własnych w celu ich umorzenia

**Kody JEL:** G19, G35

**Słowa kluczowe:** spółka akcyjna, akcje, wykupy akcji własnych, umorzenie akcji własnych

**Streszczenie.** Nabywanie akcji własnych w celu ich umorzenia stanowi alternatywną wobec dywidendy pieniężnej metodę transferu kapitałów spółki do udziałowców. Na najbardziej rozwiniętych rynkach kapitałowych obserwuje się rosnące znaczenie wykupów akcji własnych kosztem dywidendy. Zasadniczym celem prowadzonych rozważań jest analiza i ocena skali stosowania wykupów akcji własnych w celu ich umorzenia na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie jako metody dystrybucji gotówki na rzecz akcjonariuszy. Z analizy przeprowadzonych badań wynika, iż wykupy akcji własnych na GPW w Warszawie są przeprowadzane stosunkowo rzadko.

## Wprowadzenie

Rynek finansowy utożsamiany jest z mechanizmem, w którym dochodzi do ustalenia ceny i transferu środków pieniężnych. Ów transfer odbywa się za pomocą instrumentów finansowych. Ich rodzaj determinuje charakter przeprowadzanych transakcji – rynek instrumentów dłużnych, udziałowych czy terminowych.

W ramach rynku finansowego funkcjonuje rynek kapitałowy wraz z jego najważniejszą instytucją – giełdą papierów wartościowych. Rynek ten jest miejscem pozyskania kapitałów przez podmioty gospodarujące, które zgłaszają zapotrzebowanie na środki pieniężne niezbędne do ich rozwoju, ale także wypłaty zysków przez przedsiębiorstwo z tytułu udostępnionych zasobów pieniężnych.

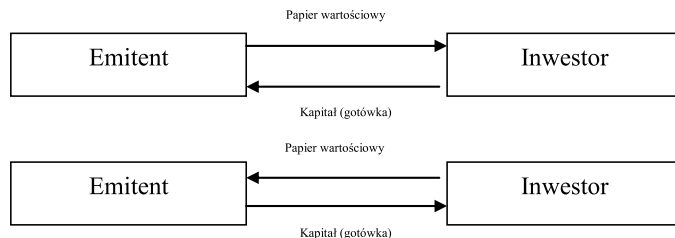
Decyzje finansowe podejmowane przez zarządy przedsiębiorstw o realizacji wypłat na rzecz właścicieli nie należą do łatwych. Zasadniczy problem, który należy rozwiązać,

dotyczy tego, czy wypracowany przez przedsiębiorstwo zysk ma pozostać w jednostce, czy też ma przepłynąć do jego właścicieli. Inny związany jest z wyborem formy transferu zysku do akcjonariuszy. W obliczu wzrostu liczby ogłaszanych wykupów i umorzeń przez spółki własnych akcji na rynkach finansowych rośnie znaczenie buy-backu w praktyce jako efektywnego narzędzia transferu kapitałów spółki do udziałowców.

Zasadniczym celem artykułu jest analiza i ocena skali stosowania buy-backu na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie jako metody dystrybucji gotówki na rzecz właścicieli. Analizy i oceny tej dokonano przez pryzmat rynku w Stanach Zjednoczonych na przykładzie spółek wchodzących w skład amerykańskiego indeksu giełdowego S&P 500. Treść artykułu oparta została na analizie literatury przedmiotu i sprawozdań finansowych wybranych spółek notowanych na GPW w Warszawie zaliczanych do indeksu WIG20, dostarczanych przez Notoria Serwis.

## 1. Pojęcie wykupu akcji własnych

*Buy-back* w dosłownym tłumaczeniu oznacza „odkup” lub „zakup zwrotny”. W odniesieniu do rynku kapitałowego to wykup akcji własnych w spółkach akcyjnych (Oleksy, 2009, s. 46–47). Nabywanie akcji własnych związane jest z operacją odwrotną do ich emisji (Horbaczewska, 2012, s. 58), a co za tym idzie – z przeciwnym przepływem środków pieniężnych niż w przypadku nowo emitowanych akcji przez spółkę kapitałową. Przedsiębiorstwo, przeprowadzając emisję akcji, zasilane jest w kapitał (środki pieniężne), jednocześnie emitent w zamian za wniesione wkłady przekazuje drugiej stronie transakcji prawo własności zawarte w papierze wartościowym – akcji. W wyniku zasilenia finansowego rośnie liczba wyemitowanych akcji, a także wartość kapitału własnego w przedsiębiorstwie. *Buy-back* z kolei stanowi odwrotną operację do wyżej opisanej – emitent odkupuje wcześniej wyemitowane akcje na rynku. Akcjonariusze, którzy zdecydowali się odpowiedzieć na wezwanie i sprzedaż akcji, otrzymują od emitenta gotówkę będącą wynikiem przeprowadzonej transakcji. Schemat transakcji *buy-back* wraz z kierunkiem przepływów transakcji przedstawiono na rysunku 1.



Rysunek 1. Schemat transakcji *buy-back*

Źródło: opracowanie własne.

Zakup zwrotny akcji własnych przez emitenta nie oznacza zmniejszenia ich liczby. Do likwidacji akcji dochodzi w drodze operacji ich umorzenia. Instytucja umorzenia jest równoznaczna z ustaniem bytu prawnego papieru wartościowego. Umorzenie akcji to czynność prawna, która prowadzi do utraty praw i obowiązków akcjonariusza w spółce akcyjnej (Sójka, 2004, s. 34–35).

Na początku w systemach prawnych wielu krajów obowiązywał generalny zakaz nabywania akcji własnych. U podstaw fundamentów niedopuszczalności nabywania akcji własnych przez spółkę było przekonanie o możliwości dokonywania nadużyć naruszających interesy wierzycieli lub akcjonariuszy mniejszościowych. Z czasem prawodawstwo ewoluowało w kierunku znoszenia ograniczeń w nabywaniu akcji własnych. W praktyce proces ten polega na poszerzeniu zakresu wyjątków czy też odchodzeniu od generalnego zakazu nabywania akcji własnych. Jednocześnie wprowadzane w regulacjach prawnych pewne restrykcje oraz szczególne warunki nabywania akcji własnych pozwalają wyeliminować wcześniejsze wysuwane zagrożenia (Sójka, 2002, s. 38–39; Dąbrowski, 2010, s. 45–46).

W prawie polskim, podobnie jak ma to miejsce w systemach prawnych innych krajów, nastąpiła znaczna liberalizacja prawa poszerzająca listę wyjątków od generalnej zasady zakazu nabywania wcześniej wyemitowanych akcji własnych przez spółkę. Sam zakaz nabywania akcji własnych został wyrażony w art. 362 § 1 Kodeksu spółek handlowych. Wśród wyjątków od generalnej zasady wymienić można między innymi nabycie akcji w celu zaoferowania akcji pracownikom w ramach realizowanych programów motywacyjnych, wypełnienia zobowiązań wynikających z instrumentów dłużnych zamiennych na akcje, zaspokojenia roszczeń spółki, a także ich umorzenia (Ustawa, 2000, art. 362, § 1).

Warunkiem dopuszczalności nabywania akcji przez spółkę w celu ich umorzenia jest istnienie statutowego upoważnienia do umorzenia akcji. Jeżeli statut spółki przewiduje możliwość umorzenia akcji, to czynnością poprzedzającą nabycie akcji własnych w celu ich umorzenia jest podjęcie przedmiotowej uchwały w tym zakresie przez walne zgromadzenie akcjonariuszy (Sójka, 2004, s. 276). Umorzenie akcji własnych może mieć różny charakter. W praktyce można mówić o umorzeniu dobrowolnym lub przymusowym (Ustawa, 2000, art. 359, § 1). Umorzenie dobrowolne akcji to umorzenie odbywające się za zgodą akcjonariusza w drodze ich nabycia przez spółkę, zaś umorzenie przymusowe to umorzenie bez zgody akcjonariusza, ale za wynagrodzeniem (Horbaczewska, 2012, s. 67). Poza tym w praktyce wyróżnić można obligatoryjne umorzenie akcji rozumiane jako sankcja wobec spółki za niewywiązanie się z obowiązku zbycia akcji własnych (Ustawa, 2000, art. 363, § 5; Sójka, 2004, s. 174). Wobec powyższego instytucja umorzenia prowadzi do wygaśnięcia wiązki praw akcjonariusza w związku z ustaniem bytu prawnego akcji (Nowicki, 2007, s. 46–47).

## 2. Motywy nabywania i umarzania akcji własnych

Proces nabywania i umarzania akcji własnych niesie ze sobą określone funkcje gospodarcze. Transakcje *buy-back* akcji własnych przeprowadzane przez zarządy spółek mają na celu uzyskanie pozytywnych efektów dla samej spółki i ich akcjonariuszy. Korzyści osiągnięte ze stosowania wykupów akcji są niewątpliwie źródłem rosnącej ich popularności. Jak wskazuje się w pracy Zarębskiego (2016), transakcjom tego typu towarzyszą nie tylko zalety, ale również wady, a ich dostrzeżenie może uchronić przedsiębiorstwo przed negatywnymi skutkami wykupów.

Jednym z podnoszonych w literaturze przedmiotu powodów podejmowanych decyzji o nabywaniu akcji własnych i ich umorzeniu jest kształtowanie optymalnej struktury kapitału spółki. Nabycie akcji własnych może stanowić w rękach zarządzających instrument prowadzący do zmiany struktury kapitału w kierunku zwiększenia udziału kapitału obcego, a co za tym idzie – podwyższenia rentowności kapitału własnego. W wyniku nabycia akcji własnych i ich umorzenia zmniejszeniu ulega wielkość kapitału własnego, a zwiększeniu udział kapitałów obcych w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa. Wzrost zadłużenia prowadzi do wzrostu efektywności działania i korzyści dla akcjonariuszy poprzez większe oddziaływanie dźwigni finansowej. Finansowanie działalności za pomocą długu pozwala wykorzystać efekt osłony podatkowej. Prowadzi to do konkluzji o możliwości zastąpienia relatywnie drogiego kapitału własnego tańszym kapitałem obcym. W związku z tym należy uznać, iż nabywanie akcji własnych i ich umorzenie może stanowić elastyczne narzędzie kształtowania kapitałów w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa (Dąbrowski, 2010, s. 87; Horbaczewska, 2012, s. 96).

Innym powodem umorzenia akcji własnych jest doprowadzenie do zmian w rozkładzie praw i obowiązków w spółce. Celem umorzenia mogą być akcje uprzywilejowane co do liczby głosów. Umorzenie takich akcji w sposób naturalny prowadzi do zmian w rozkładzie praw i obowiązków akcjonariuszy, eliminując nierównomierność ich uprawnień. W wyniku umorzenia akcji własnych dochodzi do zmniejszenia liczby akcji. Ci akcjonariusze, którzy zdecydowali się pozostać w akcjonariacie spółki, uzyskują większy wpływ na podejmowane decyzje. Powyższe przykłady wskazują, że *buy-back* może być narzędziem wprowadzania zmian w strukturze właścicielskiej spółki (Nowacki, 2007, s. 71–73; Horbaczewska, 2012, s. 100).

Częstym motywem przeprowadzania wykupów akcji własnych jest dystrybucja zysków na rzecz akcjonariuszy. Skup akcji własnych może być traktowany jako substytut dywidendy lub jej uzupełnienie. *Buy-back* w porównaniu z tradycyjną formą podziału zysku – dywidendą – cechuje wysoka elastyczność. Wykupy mają miejsce przede wszystkim wtedy, kiedy spółka generuje nadwyżkę gotówki. Często przeprowadzane są one stopniowo i w sposób cykliczny. O elastyczności wykupów świadczy również możliwość podjęcia decyzji o wstrzymaniu skupu akcji własnych. Regularna dywidenda stanowi pewnego rodzaju stałe zobowiązanie wobec akcjonariuszy. W sytuacji pojawiających się w spółce nadwyżek pieniężnych lepszym rozwiązaniem są wykupy, które stanowiąc

mogą uzupełnienie wypłat na rzecz akcjonariuszy, niż zwiększenie wartości wypłacanej dywidendy. Ponadto za wyborem wykupów akcji własnych mogą przemawiać kwestie podatkowe czy też aktywne prawo wyboru akcjonariuszy. O ile w przypadku dywidendy gotówkę otrzymują wszyscy akcjonariuszy, o tyle w przypadku buy-backu jedynie te osoby, które zdecydowały się uczestniczyć w wykupach (Szablewski, 2008, s. 440–441; Horbaczewska, 2012, s. 97).

Nabywanie akcji własnych może być także wykorzystane jako narzędzie obrony przed wrogim przejęciem. Obiektem zainteresowania i celem wrogiego przejęcia są przede wszystkim przedsiębiorstwa, które dysponują znaczną ilością gotówki, posiadają niewielki poziom zadłużenia, charakteryzują się znacznym rozproszeniem akcjonariatu oraz dużym niedowartościowaniem akcji. Stąd też wydatkowanie zgromadzonej gotówki na wykupy akcji własnych czynni przedsiębiorstwo mniej atrakcyjnym kandydatem do przejęcia. Nabywanie akcji własnych w celu ich umorzenia zmniejsza rozproszenie akcjonariatu oraz wyłania akcjonariuszy strategicznych. Powoduje wzrost wyceny rynkowej przedsiębiorstwa i prowadzi do mniejszej płynności akcji, co zasadniczo utrudnia próby przejęcia kontroli nad spółką (Sójka, 2004, s. 72; Dąbrowski, 2010, s. 87).

Podejmowane przez zarządy spółek decyzje o nabywaniu akcji własnych i ich umorzeniu mogą być traktowane jako metoda komunikacji z rynkiem określaną w literaturze mianem teorii sygnalizacji (*signalling theory*). Rynki kapitałowe pozytywnie reagują na informacje o wykupie akcji własnych. Przyjmuje się, że ogłaszane programy wykupów akcji własnych sygnalizują trzy rodzaje informacji płynących z przedsiębiorstwa: poprawę zysków w przyszłości, spadek ryzyka, a także niedowartościowanie akcji. Skup akcji własnych służy stabilizacji kursu notowań oraz zwiększeniu płynności papieru wartościowego na rynku. W związku z tym im większa skala wykupów oraz wyższa premia za odkup akcji własnych przez spółkę, tym silniejszy sygnał wysyłany w stronę rynku (Gryglewicz, 2001, s. 279; Sójka, 2004, s. 68; Horbaczewska, 2012, s. 108–110).

Należy stwierdzić, iż wskazane motywy nabywania i umarzania akcji własnych nie wyczerpują wszystkich możliwych powodów podejmowanych przez zarządy spółek decyzji o buy-backu, a jedynie stanowią przykłady najważniejszych z nich. Bez wątplenia należy uznać, że instytucja nabywania i umarzania akcji własnych stanowi narzędzie zarządzania finansami w przedsiębiorstwie, a także kształtowania wartości dla akcjonariuszy.

### 3. Metody wykupu akcji własnych

W praktyce funkcjonowania rynków finansowych wykształciło się wiele metod nabywania akcji własnych. Wybór sposobu przeprowadzania operacji wykupu akcji własnych przez spółki publiczne uzależniony jest przede wszystkim od skali planowanego wykupu, specyfiki rynku oraz wielkości grupy akcjonariuszy, do których kierowana jest oferta (Słoński, 2012, s. 49). Do podstawowych metod nabywania akcji własnych, które

najczęściej stosowane są przez spółki, należą: nabywanie akcji na otwartym rynku (*open market repurchases*), nabywanie akcji w drodze oferty publicznej (*self tender offer*) oraz nabywanie akcji w drodze transakcji negocjowanych indywidualnie (*individually negotiated transactions repurchase*) (Dąbrowski, 2010, s. 129).

Nabywanie akcji własnych za pomocą transakcji na otwartym rynku jest jedną z najczęściej stosowanych metod wykupu. Polega na stopniowym nabywaniu akcji własnych na giełdzie. Proces nabywania poprzedza uchwała walnego zgromadzenia akcjonariuszy zatwierdzająca program wykupu akcji własnych. Zwykle program wykupu akcji własnych określa liczbę akcji, którą spółka zamierza nabyć, maksymalną cenę nabycia, czas trwania oraz wysokość środków pieniężnych przeznaczonych na realizację programu. Proces nabywania akcji własnych zazwyczaj odbywa się za pośrednictwem biura maklerskiego, zaś określony w programie sposób realizacji nabycia akcji ma na celu zapewnienie przejrzystości oraz uniemożliwienie manipulacji kursem akcji. Cechą charakterystyczną tej metody wykupu akcji własnych jest możliwość odstąpienia, zawieszenia na określony czas lub też przerwania procesu nabywania akcji własnych. Oznacza to, że ogłoszenie programu wykupu akcji własnych w ramach operacji otwartego rynku nie wiąże się z koniecznością jego bezwzględnej realizacji, a to wskazuje na dużą elastyczność w nabywaniu akcji własnych (Sójka, 2004, s. 74; Pieloch, 2012, s. 142–143).

Spółki akcyjne mogą nabywać akcje własne w drodze publicznego wezwania do sprzedaży akcji. W praktyce mamy do czynienia z dwoma rodzajami wezwań: wezwaniem do sprzedaży akcji po stałej cenie (*fixed price tender offer*) oraz wezwaniem do sprzedaży w drodze przetargu holenderskiego (*dutch auction*). W przypadku pierwszego wezwania spółka określa stałą cenę, po której zamierza nabywać akcje, oraz to, ile i w jakim terminie będzie przeprowadzała wezwanie. Często spółki, ogłaszając wezwanie, informują o warunku wymaganej minimalnej liczby akcji, aby wezwanie takie było skuteczne. Brak odpowiedniej liczby akcji przedstawionych do wykupu może być powodem do unieważnienia wezwania lub jego przedłużenia w nadziei, że w dłuższym okresie uda się skupić zakładaną liczbę akcji. W przypadku, gdy liczba zgłoszonych ofert przewyższa liczbę akcji, którą zamierza nabyć przedsiębiorstwo, wówczas oferty sprzedaży są proporcjonalnie zredukowane. Cena ustalona w wezwaniu do sprzedaży akcji po stałej cenie powinna być wyższa od aktualnej ceny rynkowej, zatem ustalenie właściwej ceny warunkuje powodzenie wezwania (Dąbrowski, 2010, s. 130; Horbaczewska, 2012, s. 71–72). W przypadku drugiej metody – aukcji holenderskiej – akcjonariusze decydujący się na sprzedaż określają liczbę akcji oraz proponują cenę ich sprzedaży. Spółka określa maksymalną cenę, którą jest skłonna zapłacić za własne akcje. Na podstawie złożonych ofert ustalona zostaje jednolita cena pozwalająca spółce nabyć zakładaną liczbę akcji własnych. W ramach aukcji realizowane są oferty z ceną niższą lub równą wyznaczonej cenie, natomiast odrzucane są oferty przewyższające cenę ustaloną w drodze aukcji (Słoński, 2012, s. 64–65).

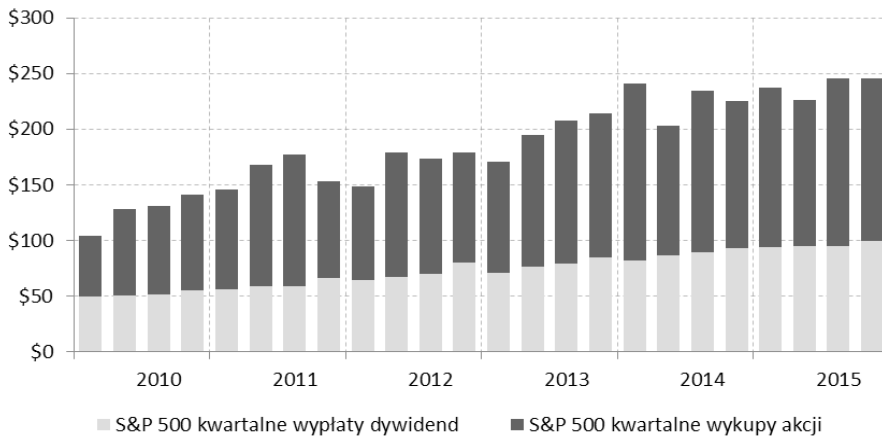
Spółki publiczne mogą nabywać akcje własne również w drodze indywidualnych transakcji negocjowanych, zwanych transakcjami pakietowymi, prywatnymi lub też

celowymi. Transakcje takie polegają na negocjowaniu indywidualnych warunków zbycia ze stroną będącą w posiadaniu znacznego pakietu akcji. Do indywidualnie negocjowanych transakcji należą: transakcje *greenmail* – nabywanie akcji własnych od podmiotu grożącego przejęciem, transakcje nabycia akcji od insiderów, transakcje wykupu z premią oraz transakcje nabycia akcji z dyskontem (Pieloch, 2012, s. 147–148).

Przedstawione sposoby wykupu akcji należą do grupy metod, które są często stosowane na rynkach kapitałowych. W praktyce można wyłonić inne metody, które wykorzystują narzędzia inżynierii finansowej, jednak ze względu na złożoność metod wykupu są one rzadko wykorzystywane. Wśród sposobów nabycia w ramach metod złożonych wyróżnić można: odkupienie syntetyczne (SRs – *synthetic repurchases*), wykup przyśpieszony (ASRs – *accelerated share repurchases*) oraz przenaszalne prawo sprzedaży (TPRs – *transferable put-right distributions*) (Słoński, 2012, s. 73–74; Pieloch, 2012, s. 141, 149–152).

#### 4. Wykupy akcji własnych na rynku kapitałowym

Wyplata zysków dla właścicieli dokonywana poprzez wykupy akcji własnych w celu ich umorzenia na rynkach rozwiniętych stanowi obecnie ugruntowaną metodę transferu gotówki na rzecz akcjonariuszy. Skalę oraz zakres wykupów akcji własnych można ocenić przez pryzmat rynku amerykańskiego.



Rysunek 1. Kwartalne wykupy akcji oraz wypłaty dywidend spółek z indeksu S&P 500 w latach 2010–2015 (mld USD)

Źródło: opracowanie własne na podst. S&P Dow Jones Indices.

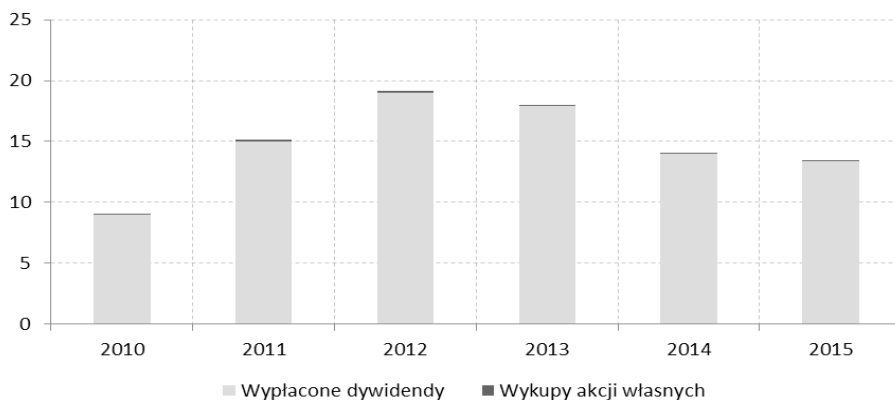
Z zamieszczonych informacji na temat kwartalnych wykupów akcji własnych oraz wypłat dywidend przez spółki wchodzące w skład indeksu giełdowego S&P 500 (rys. 1), który grupuje 500 przedsiębiorstw o największej kapitalizacji notowanych na New York Stock Exchange i NASDAQ, wynika że o ile corocznie przedsiębiorstwa zwiększają na rzecz akcjonariuszy transfer gotówki, o tyle główną formą dystrybucji zysków do właścicieli były wykupy akcji własnych. I tak wartość wypłaconych dywidend w 2010 roku wynosiła 205,83 mld USD, zaś wartość nabytych akcji własnych przez spółki amerykańskie w tym samym czasie zamknęła się kwotą 298,82 mld USD. Tym samym wartość zrealizowanych wykupów akcji była o 45% większa niż kwota wypłaconych dywidend pieniężnych. Suma wypłacanych dywidend oraz realizowanych programów wykupu akcji w analizowanym okresie dynamicznie rosła. Na koniec 2015 roku przedsiębiorstwa zaliczane do indeksu S&P500 wypłaciły 382,46 mld USD dywidendy pieniężnej oraz dokonały wykupów na łączną kwotę 572,15 mld USD. Skala wykupów akcji własnych była prawie o 50% większa niż zwrot gotówki w postaci dywidendy pieniężnej. Wartość dokonanych wykupów akcji własnych w 2015 roku była prawie 2-krotnie większa w porównaniu z poziomem z 2010 roku. Co więcej, z analizy danych można wywnioskować, iż poziom wypłacanych dywidend jest na względnie stałym poziomie. Spółki, które ogłosiły swoją politykę dywidendy, starają się ją wypełniać i raczej niechętnie podejmują decyzję o zwiększeniu poziomu dywidendy, traktując ją jako pewne stałe zobowiązanie. Zatem spółki starają się utrzymywać stabilne dywidendy, w przypadku zaś posiadania niewykorzystanych zasobów gotówki dokonywać jej wypłaty poprzez realizację programów wykupu akcji własnych.

Sytuacja w zakresie wypłaty gotówki akcjonariuszom na polskim rynku kapitałowym jest odmienna od tej, którą zaobserwować można na najbardziej prestiżowym rynku świata – rynku w Stanach Zjednoczonych. Analizy i oceny skali wykupów akcji i wypłat dywidendy dokonano przez pryzmat spółek kapitałowych zaliczanych do indeksu WIG20.

Badaniem objęto spółki notowane na GPW w Warszawie, które na koniec 2015 roku wchodziły w zakres indeksu WIG20. Analizy wykupów akcji własnych oraz wypłat dywidend dokonano za lata 2010–2015 na podstawie danych pochodzących z rachunku przepływów pieniężnych dostarczanych przez Notoria Serwis.

Dokonując analizy wykupów akcji i wypłat dywidend na podstawie największych i najbardziej płynnych spółek akcyjnych tworzących indeks giełdowy WIG20, na koniec 2015 roku obserwujemy, iż głównym sposobem transferu zysków dla akcjonariuszy jest dywidenda pieniężna. Wartość wypłacanej dywidendy w badanym okresie wzrosła z 9,02 mld zł w 2010 roku do 13,40 mld zł na koniec 2015 roku. Wykupy akcji własnych miały marginalne znaczenie. Były one realizowane przez nieliczne spółki. W 2010 roku wartość dokonanych wykupów wyniosła 245 tys. zł, zaś na koniec 2015 roku około 42 mln zł. Z danych zamieszczonych na rysunku 2 wynika, że polskie spółki kapitałowe dokonują transferu zysków do akcjonariuszy, wykorzystując główną metodę transferu korzyści, jaką jest dywidenda pieniężna.





Rysunek 2. Wykupy akcji oraz wypłaty dywidend spółek z indeksu WIG20 w latach 2010–2015 (mld zł)

Źródło: opracowanie własne na podst. sprawozdań finansowych Notoria Serwis.

Na podstawie przeprowadzonych obserwacji można stwierdzić, iż na najbardziej rozwiniętym rynku kapitałowym, czyli rynku w Stanach Zjednoczonych, nastąpiło przesunięcie głównego strumienia przepływu gotówki z dywidendy pieniężnej na wykupy akcji własnych. W przypadku polskiego rynku kapitałowego spółki najczęściej wykorzystują dywidendę jako formę dystrybucji zysku netto przedsiębiorstwa do akcjonariuszy.

## Podsumowanie

Na świecie przedsiębiorstwa wykorzystują różne sposoby pozwalające dokonać transferu wypracowanego zysku do akcjonariuszy. Na rynkach kapitałowych transfer zysku może przybrać dwie formy: wypłat dywidend oraz wykupów akcji własnych.

Institucja nabywania akcji własnych przez spółkę może służyć osiągnięciu zróżnicowanych celów. Skala i zakres stosowania wykupów akcji własnych na GPW w Warszawie wskazywałyby na to, że rodzime spółki ich nie dostrzegają. Polskie spółki notowane na warszawskim parkiecie wykorzystują głównie dywidendę pieniężną jako narzędzie transferu gotówki do akcjonariuszy. Na przykładzie spółek wchodzących do indeksu WIG20 na koniec 2015 roku wynika, że wykupy akcji własnych są stosowane relatywnie rzadko w przeciwieństwie do tego, co ma miejsce na rynku kapitałowym w Stanach Zjednoczonych.

Dane płynące z amerykańskiego rynku kapitałowego wskazują nie tylko na rosnące znaczenie wykupów w transferze gotówki do akcjonariuszy, ale również ich przewagę względem tradycyjnej formy wypłaty zysków za pomocą dywidendy pieniężnej. Rodzi to otwarte pytanie, czy realizowane jednocześnie przez przedsiębiorstwa wypłaty

wpracowanego zysku w formie dywidendy oraz wykupów akcji własnych nie prowadzą do uzyskania lepszych rezultatów w zakresie stosowanej polityki wypłat zysków wobec właścicieli.

## Bibliografia

- Dąbrowski, D. (2010). *Nabywanie akcji własnych przez spółkę akcyjną*. Warszawa: Wolters Kluwer.
- Gryglewicz, S. (2001). Wykup akcji jako alternatywa wypłaty dywidendy w praktyce funkcjonowania spółek notowanych na GPW w Warszawie. W: W. Frąckowiak (red.), *Z badań nad rynkiem kapitałowym w Polsce* (s. 274–304). Poznań: Wyd. AE w Poznaniu.
- Horbaczewska, B. (2012). *Wypłaty dla akcjonariuszy a wycena akcji na rynku kapitałowy*. Warszawa: CeDeWu.
- Nowicki, A. (2007). *Umorzenie akcji*, Warszawa: C.H. Beck.
- Oleksy, P. (2009). Buy-back na rynku nieruchomości – zarys problematyki. *Świat Nieruchomości*, 2 (68), 46–51.
- Pieloch, A. (2012). Sposoby odkupienia akcji własnych spółek publicznych a motywy jego przeprowadzania. W: J. Duraj (red), *Wartość i kapitał publicznych spółek akcyjnych* (s. 139–160). Łódź: Wyd. UŁ.
- Słowski, T. (2012). *Analiza wpływu wspomaganie długiem wykupu akcji (LBO) na wartość spółki*. Wrocław: Wyd. UE we Wrocławiu.
- S&P Dow Jones Indices, Press Release, McGraw Hill Financial, Mar 22 2016. Pobrane z: <http://us.spindices.com/> (25.09.2016).
- Sójka, T. (2002). Nabywanie akcji własnych w celu umorzenia. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 3, 37–56.
- Sójka, T. (2004). *Umorzenie akcji*. Kraków: Zakamycze.
- Szablewski, A. (2008). *Zwrot gotówki do właścicieli: polityka dywidendy i wykupu własnych akcji*. W: A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz (red.), *Value Based Management – koncepcje, narzędzia, przykłady* (s. 417–447). Warszawa: Poltext.
- Ustawa z 15.09.2000 – Kodeks spółek handlowych. Dz.U. nr 94, poz. 1037.
- Zarębski, S. (2016). Wykup akcji własnych mniejszych spółek kapitałowych – korzyści i zagrożenia. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 5 (83/2), 65–75.

---

**BUY-BACK SHARES FOR THE PURPOSE OF THEIR REDEMPTION**

**Keywords:** stock company, repurchases shares, redemption of shares

**Summary.** Buyback of shares, with the aim of their redemption, is an alternative to a cash dividend transfer method of the capital of a company to its shareholders. In the most developed capital markets the importance of buy-back shares is significantly growing at the expense of the payment of cash dividends. The main objective of this research is to analyze and assess the scale of the use of buyback on the Stock Exchange in Warsaw as a method of distributing cash to shareholders. The analysis of the study shows that, the buyback of own shares on the Warsaw Stock Exchange are carried out relatively rarely.

*Translated by Andrzej Kuciński*

### Cytowanie

Kuciński, A., Byczkowska, M. (2017). Buy-back akcji własnych w celu ich umorzenia. *Ekonomiczne Problemy Usług*, 2 (127), 131–141. DOI: 10.18276/epu.2017.127-12.