

## Wykup akcji własnych mniejszych spółek kapitałowych – korzyści i zagrożenia

Sławomir Zarębski\*

**Streszczenie:** *Cel* – Podstawowym celem badania jest ocena wykorzystania wykupu akcji własnych przez małe i średnie podmioty gospodarcze, jako narzędzia polityki wypłat inwestorskich. Zagadnienie to stanowi element jednego z podstawowych problemów współczesnej teorii finansów przedsiębiorstwa, jakim jest określenie najważniejszych determinant polityki dywidend.

*Metodologia badania* – W pracy wykorzystano głównie analizę współczesnej literatury krajowej i zagranicznej w zakresie teorii dywidend. Porównane zostały różnorodne narzędzia polityki dywidend. Dokonano także przeglądu i badania praktyki stosowania instrumentarium polityki wypłat inwestorskich – przede wszystkim dywidendy klasycznej i wykupu akcji własnych.

*Wynik* – Przeprowadzone analizy wskazują zarówno na dużą różnorodność wykorzystywanych w małych i średnich przedsiębiorstwach narzędzi polityki wypłat inwestorskich, jak i na częste zastosowanie wykupu akcji własnych, bądź jako podstawowego narzędzia polityki dywidend, bądź jako instrumentu tę politykę wspierającego, zwłaszcza, gdy głównym instrumentem tej polityki pozostaje klasyczna (czyli regularna i gotówkowa) dywidenda.

*Oryginalność/Wartość* – Najważniejsze wnioski z badania dotyczą praktycznych skutków wykorzystania wykupu akcji własnych w mniejszych podmiotach gospodarczych. Analiza korzyści i wad tego instrumentu, pozwala na stwierdzenie, że wykup akcji jest instrumentem o wysokiej przydatności także dla małych i średnich przedsiębiorstw.

**Słowa kluczowe:** polityka dywidend, małe i średnie przedsiębiorstwa, wykup akcji własnych

### Wprowadzenie

Wykup akcji własnych jest podstawowym i coraz częściej wykorzystywanym instrumentem rozliczeń spółek kapitałowych z ich właścicielami. Wysoka dynamika poziomu wykupów w światowej gospodarce – dowodząca nieśląbnącej popularności tego instrumentu wśród właścicieli przedsiębiorstw – jest także świadectwem licznych zalet tego instrumentu wypłat inwestorskich i korzyści, jakie z jego wykorzystania czerpią współczesne podmioty gospodarcze. W ostatnich latach coraz liczniej w literaturze naukowej prezentowane są poglądy, które zwracają uwagę na to, że programy wykupu akcji własnych powodują także pewne zagrożenia dla wykorzystujących je firm i dla całej gospodarki.

Do wykupu akcji własnych, ze względu na wysoką funkcjonalność takiej operacji, coraz częściej sięgają także mniejsze podmioty gospodarcze. Korzyści wykupu nie powinny jednak przesłaniać niebezpieczeństw, jakie spotkać mogą te mniejsze spółki kapitałowe, które wdrażają programy typu *buy-back*.

---

\* dr Sławomir Zarębski, Uniwersytet Szczeciński, Wydział Zarządzania i Ekonomiki Usług, Katedra Finansów Przedsiębiorstwa, ul. Cukrowa 8, 71-004 Szczecin, e-mail: slawomir.zarebski@wzieu.pl.

W artykule opisano zalety wykupu akcji własnych przedsiębiorstwa i wskazano poszczególne wady i niedociągnięcia tej metody rozliczeń inwestorskich, koncentrując się na analizie konsekwencji wykorzystywania tego instrumentu w mniejszych spółkach akcyjnych.

## **1. Wykup akcji własnych – podstawowe narzędzie polityki płatności wobec udziałowców**

Współczesne instrumentarium polityki wypłat inwestorskich w przedsiębiorstwach obejmuje liczne metody płatności, stanowiące substytuty dla klasycznej dywidendy inwestorskiej. Wykorzystywanie w praktyce poszczególnych metod rozliczeń spółki z akcjonariuszami jest efektem zarówno doświadczeń praktycznych poszczególnych przedsiębiorstw, jak i ich otoczenia prawnego (prawa spółek, prawa rynku finansowego, prawa podatkowego).

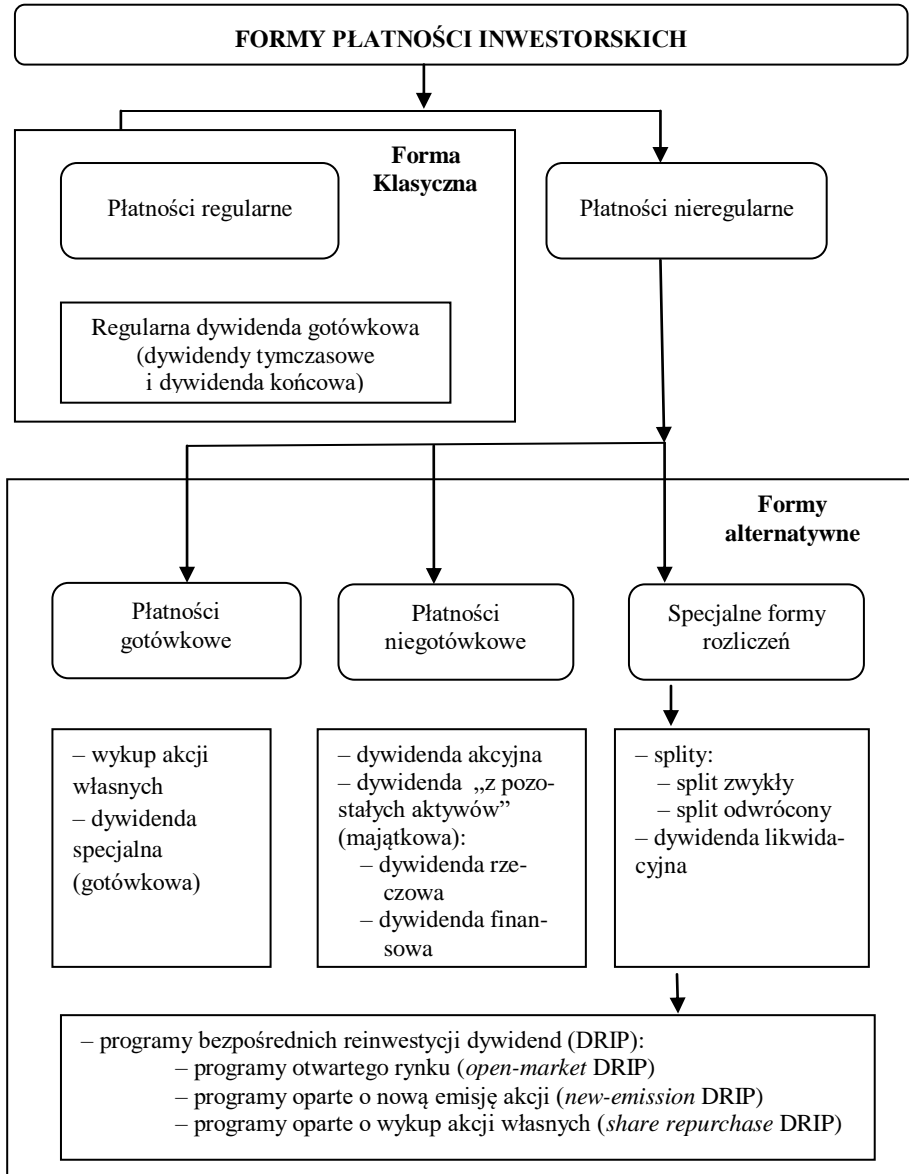
Zestaw podstawowych instrumentów, wykorzystywanych jako narzędzie realizacji polityki płatności spółki wobec inwestorów przedstawiony w pracy Zarębskiego (2015) zaprezentowano na rysunku 1.

Decyzja o wyborze najbardziej optymalnego dla danego podmiotu instrumentu rozliczeń inwestorskich, wymaga analizy różnorodnych czynników, takich jak: konsekwencje podatkowe, nastawienie wierzycieli i dłużników spółki, reakcje akcjonariuszy, preferencje potencjalnych inwestorów, wpływ metody wypłaty na poziom wskaźników finansowych czy skutki decyzji o sposobie wypłaty na strukturę kapitałową przedsiębiorstwa.

Szeroki wachlarz instrumentarium polityki dywidend może okazać się dla niektórych podmiotów gospodarczych jedynie pozorem bogactwa wyboru. Zwłaszcza mniejsze podmioty gospodarcze mogą być – z wielu powodów – pozbawione możliwości skorzystania z dobrodziejstw części przedstawionych powyżej narzędzi polityki wypłat inwestorskich. Zarówno przyczyny prawne, jak i – przede wszystkim – przyczyny o charakterze ekonomicznym powodują, że mniejsze spółki często ograniczają wybór wykorzystywanych narzędzi polityki dywidend do kilku podstawowych instrumentów. Są nimi najczęściej: dywidenda klasyczna, wykup akcji własnych oraz dywidenda specjalna.

Wykup akcji własnych przez spółkę (*buy-back, share repurchase*) to forma dystrybucji kapitałów spółki do jej udziałowców. Jest realizowana najczęściej w formie zakupu akcji ze środków własnych przedsiębiorstwa lub (rzadziej) ze środków dłużnych. Rozpoczęcie procesów wykupu motywowane jest zwykle wieloma różnorodnymi czynnikami, wynikającymi z ogólnej polityki finansowej firmy. Wykup środkami wypłaty o charakterze autonomicznym może także być traktowany jako uzupełnienie dywidendy regularnej lub specjalnej. W tym ostatnim przypadku suma wypłat pozostaje niezmienną, a przekształca się jedynie struktura wypłat inwestorskich. Największa dynamika wzrostów wykupów akcji charakteryzuje rynek amerykański, natomiast wykupy akcji własnych w Europie są, w stosunku do USA, nieco opóźnione i mniej dynamiczne. Dzieje się tak głównie z powodu odmiennego otoczenia prawnego (wiele krajów europejskich nie pozwala lub nie pozwalało na dokonywanie tego typu operacji; zmiany w tym zakresie są dokonywane dopiero

w ostatnich kilkunastu latach), na co wskazują między innymi raporty IOSCO (np. IOSCO, 2004).



**Rysunek 1.** Instrumenty polityki płatności w spółkach akcyjnych

Źródło: opracowanie własne.

Także w Polsce, wykup akcji własnych staje się instrumentem coraz powszechniej wykorzystywanym w praktyce – zwłaszcza spółek giełdowych – chociaż dywidenda gotówkowa pozostaje w naszym kraju podstawowym narzędziem regulacji płatności spółki wobec inwestorów. Popularność wykupu w Polsce wywołana jest co najmniej dwoma istotnymi powodami, wskazanymi przez Zarębskiego (2010):

- wprowadzeniem zmian o charakterze prawnym (np. modyfikacja zapisów Kodeksu Spółek Handlowych w 2008 r.), implementujących dyrektywy unijne, dotyczące harmonizacji europejskiego prawa finansowego,
- osłabieniem (od 2014 r.) koniunktury giełdowej, wywołującej obniżki cen akcji wielu spółek notowanych na GPW; niedowartościowanie podmiotów gospodarczych stanowi bowiem uniwersalny sygnał kupna, dla każdego podmiotu, planującego dokonanie operacji typu *buy-back*.

Wykupy akcji własnych zawdzięczają rosnącą popularność licznym zaletom. Korzyści dotyczą zwiększenia poziomu elastyczności wykorzystywania zasobów finansowych spółki, a także wiążą się z często towarzyszącym wykupom wzrostom cen akcji spółek, które realizują takie programy.

Głównym motywem wykorzystywania operacji typu *buy-back* jest możliwość wykorzystania tego instrumentu jako **alternatywnego źródła lokowania wolnej gotówki** w przedsiębiorstwach. Chociaż podstawowym problemem większości podmiotów gospodarczych pozostaje brak środków pieniężnych, to jednak wiele firm ma problemy także z ich nadmiarem. Ostatnie lata, charakteryzujące się rosnącymi zasobami niewykorzystanych środków pieniężnych, wywoływały takie właśnie problemy, dlatego wykup akcji własnych stał się atrakcyjnym sposobem na upłynnienie wolnych zasobów gotówkowych.

Inną, podstawową zaletą wykupu akcji jest jego wpływ na **wzrost cen akcji przedsiębiorstw**, które takich wykupów dokonują, na co wskazuje między innymi Wagonner (2015). Lata 2009–2010 oraz 2012–2014 to dla giełd w zachodniej Europie i w Stanach Zjednoczonych, okres niemal nieprzerwanych wzrostów. Akcje zawdzięczały silną dynamikę wzrostową wielu czynnikom, zarówno makro, jak i mikroekonomicznym, a jednym z ważnych bodźców wzrostowych były także rekordowe transfery środków finansowych ze spółek do ich właścicieli, w postaci dywidendy i wykupów akcji własnych.

Współczesne badania osób zarządzających spółkami, które prowadziły lub prowadzą program wykupu akcji własnych, np. Lazonic (2014), wskazują na kilka dodatkowych zalet tego instrumentu, zwracając uwagę, że:

- wykup jest inwestycją w akcje niedowartościowane, sygnalizując ufność w sprawie przyszłości firmy (dzieje się tak, gdy akcje są skupowane w okresach spadających cen),
- wykupy są niezbędne dla zrekompensowania „rozwodnienia” zysków na akcje, w sytuacji posiadania przez spółkę programów opcji na akcje (dla pracowników lub kierownictwa spółki) lub wynikają z konieczności dokonania ich wymiany na obligacje, w związku z emisją przez spółkę obligacji zamiennych,
- dla dojrzałych spółek, dla których zyskowe możliwości inwestycyjne są ograniczone, wykup stanowi metodę zwrotu nadmiernych – niemożliwych

w danej chwili do efektywnego wykorzystania – środków pieniężnych do akcjonariuszy.

Pomimo licznych zalet, wykup akcji własnych nie jest instrumentem idealnym. Do negatywnych, makroekonomicznych skutków operacji typu *buy-back* przez przedsiębiorstwa, zalicza się – przypisywany wykupowi akcji własnych – jego udział w pogłębianiu problemów rosnących nierówności dochodowych i majątkowych. Za jedną z ważnych przyczyn rozszerzającej się dysproporcji dochodowej współczesnych społeczeństw, które to zjawisko analizuje między innymi w swojej głośnej pracy Piketty (2015), uważa się skalę i kierunki alokacji zysków korporacyjnych publicznych spółek akcyjnych. Ponieważ jednym z dominujących narzędzi takiej alokacji zasobów pieniężnych stał się w ostatnich latach wykup akcji własnych, stąd, wraz ze wzrostem znaczenia operacji typu *buy-back*, rośnie także postrzeganie tego instrumentu, jako sprzyjającego powiększaniu się nierówności ekonomicznych.

Sporo uwagi, we współczesnych dyskusjach nad rolą wykupu akcji własnych dla efektywności współczesnych gospodarek krajów rozwiniętych, poświęca się zagadnieniu makroekonomicznych skutków rosnącej skali wypłat inwestorskich w relacji do poziomu inwestycji w poszczególnych przedsiębiorstwach. Duża skala redystrybucji zysków do właścicieli, zwłaszcza w długim okresie, negatywnie oddziałuje zarówno na tempo wzrostu ekonomicznego danej gospodarki, jak i na jej efektywność (głównie poprzez wywołaną w ten sposób redukcję poziomu nakładów na inwestycje odtworzeniowe i rozwojowe oraz przez zmniejszenie nakładów na badania i rozwój).

Kolejną – niewątpliwie dyskusyjną – kwestią dotyczącą wykupów akcji własnych jest wpływ takich operacji na ogólny poziom cen indeksów giełdowych; środki z tytułu operacji typu *buy-back* zalewają bowiem rynek kapitałowy dodatkowym strumieniem gotówki. Wielkość tego strumienia osiąga, według kalkulacji strony internetowej Marketwatch, ponad 20% wzrostu kapitalizacji całego rynku akcji. Krytycy wykupów zwracają w tym kontekście uwagę na „sztuczny” charakter tych wzrostów (niebędących ani efektem podniesienia się poziomu efektywności operacyjnej spółki, ani tym bardziej rozszerzenia się jej potencjału rozwojowego). Podkreślają oni także, że krótko i średnioterminowe wzrosty tego typu zwiększają ryzyko perturbacji cenowych na giełdach w długim okresie.

## **2. Specyfika polityki płatności w formie wykupu akcji własnych w małych i średnich przedsiębiorstwach – zalety i wady**

Mniejsze podmioty gospodarcze – co potwierdzają liczne badania empiryczne – są znacznie rzadszymi płatnikami dywidend, rzadziej także dokonują wykupów akcji niż duże podmioty gospodarcze. Prawidłowość ta dotyczy to zarówno firm europejskich, jak i przedsiębiorstw amerykańskich (m.in. Correia da Silva i in., 2004; von Eije, Megginson, 2008; De Angelo i in. 2004).

Różnice w podejściu do wypłat dywidend pomiędzy firmami dużymi i mniejszymi podmiotami gospodarczymi mają wiele źródeł; do grupy czynników, które mają w tym kontekście największe znaczenie zaliczyć można, według Zarębskiego (2010):

- łatwiejszy dostęp do rynków finansowych, jaki mają firmy duże, co powoduje występowanie mniejszego nacisku na wykorzystywanie do przeprowadzania inwestycji zysków zatrzymanych,
- znaczący udział w dużych firmach inwestorów instytucjonalnych; inwestorzy ci dysponują zwykle dużą siłą przetargową w negocjacjach z zarządem, co powoduje ich większy wpływ na menedżerów w zakresie wypłat dywidend,
- funkcjonowanie w sektorach o niższym poziomie wypłat (poziom dywidend zależy od sektora, w którym funkcjonuje dany podmiot, przy czym dywidendy są tym wyższe, im niższy jest poziom konkurencyjności danego rynku); firmy małe nadzwyczaj rzadko operują w sektorach zmonopolizowanych, a dominująca ich większość funkcjonuje w sektorach, w których obniżony poziom kosztów wejścia powoduje wysoki poziom konkurencyjności,
- koncentrację wypłat dywidend wokół firm najbardziej opłacalnych i przynoszących najwyższe dochody,
- fakt, że dywidendy są zwykle domeną firm „dojrzałych”, funkcjonujących od wielu lat na rynku, podczas gdy firmy młodsze, zwłaszcza te, które znajdują się w stadium szybkiego rozwoju, unikają płacenia dywidend, starając się przeznaczać wypracowane w toku bieżącej działalności środki na realizację inwestycji (co wymaga pozostawiania większej części zysku netto w spółce, w postaci zysku zatrzymanego),
- zjawisko skupienia wypłat dywidend w firmach, które charakteryzują się wysoką stabilnością poziomu dochodów; ta cecha również jest charakterystyczna raczej dla przedsiębiorstw relatywnie większych.

### **2.1. Pozytywne aspekty wykupu akcji własnych w mniejszych podmiotach gospodarczych**

Jedną z ważnych cech charakterystycznych wykupu akcji własnych jest ich wysoka elastyczność. Prowadząca wykup spółka ma – w porównaniu z dywidendą klasyczną – znacznie większe możliwości w zakresie wyboru terminu wykupu oraz poziomu wypłat. Ta cecha jest szczególnie ważna dla mniejszych spółek, które nie są niekiedy w stanie stabilnie i długookresowo generować regularnych dochodów, przeznaczonych na dywidendę. Elastyczność skali i okresów wypłat ma głównie znaczenie, gdy podmiot ma duże możliwości inwestycyjne, co także charakteryzuje często mniejsze i młodsze podmioty gospodarcze. Dlatego też firmy znajdujące się we wcześniejszej fazie rozwoju cyklu życiowego będą często preferować nieregularne formy wypłat inwestorskich, kosztem tradycyjnej, regularnej dywidendy. Wykup akcji własnych, jako metoda „jednorazowa”, a ponadto przeprowadzana w okresie wybranym przez spółkę, może więc być przydatnym narzędziem dla mniejszych podmiotów gospodarczych.

Popularność wykupów akcji jest związana z pozytywnym nastawieniem inwestorów do przeprowadzania takich operacji. Częste w takich przypadkach wzrosty cen akcji, towarzyszące ogłoszeniu i realizowaniu planów wykupu, są dowodem zwiększania się atrakcyjności spółki (inwestycji w spółkę) zarówno dla aktualnych, jak i potencjalnych inwestorów pod wpływem takich operacji. W przypadku spółek małych i średnich, których zdecydowana większość znajduje się poza obrotem pu-

blicznym (stąd ich cena rynkowa jest trudniejsza do określenia), taka „ premia popularności” jest trudna do uchwycenia. Pozytywne sygnały od inwestorów będą się jednak przejawiać choćby w cenie akcji, ustalonej na potrzeby wykupu.

Dla inwestorów spółek, ważne są także wszelkie informacje świadczące o jej kondycji finansowej (na przykład poziomy podstawowych wskaźników finansowych). Jednym z efektów wykupu akcji własnych są zmiany, które następują w niektórych wskaźnikach. Najbardziej bezpośrednim skutkiem są zmiany wskaźnika cena/zysk (wskaźnik P/E). Pod wpływem zmniejszenia liczby akcji, co wynika z ich wykupu, przy niezmiennym poziomie zysku, następuje automatyczne podniesienie się poziomu wskaźnika cena/zysk, który jest powszechnie uznawany, za jeden z podstawowych mierników atrakcyjności spółki dla inwestorów.

Mniejsze spółki, które z racji choćby niższej stabilności funkcjonowania, mają też ograniczone możliwości w zakresie wypłat regularnych dywidend okresowych, znacznie częściej sięgają po mniej regularne sposoby wypłat inwestorskich (koncentracja wypłat klasycznych dywidend przez duże podmioty gospodarcze jest jedną z najbardziej uniwersalnie występujących tendencji polityki wypłat). Dlatego w takich spółkach wykup akcji własnych (obok dywidendy specjalnej) często nie jest traktowany jako alternatywa wobec dywidendy, ale raczej jako narzędzie uelastycznienia polityki płatności wobec akcjonariuszy.

Wykup akcji własnych jest zawsze źródłem zmian w strukturze właścicielskiej spółki. Zwykle im wyższa jest skala wykupu, w relacji do wysokości kapitału przedsiębiorstwa, tym większy jest jego wpływ na przekształcenie struktury właścicielskiej danej firmy. W niektórych przypadkach chęć dokonania takiej zmiany jest podstawowym motywem przeprowadzenia operacji typu *buy-back*. Mniejszy kapitał spółek, należących do grupy MSP, jest znacznym ułatwieniem dla przeprowadzenia istotnych zmian właścicielskich, z pomocą wykupu akcji własnych.

W mniejszych podmiotach gospodarczych, częściej – w stosunku do podmiotów o większym kapitale – realizowane są procesy wykupów o charakterze specjalnym, np. wykup lewarowany (LBO) czy wykup menedżerski (MBO). *Buy-back* może być skutecznym wehikułem, służącym do realizowania tego typu operacji<sup>1</sup>. Mniej powszechną odmianą takich działań są procesy „właścicielskiego upodmiotowienia” pracowników spółki, do czego wykup akcji własnych może być także skutecznie wykorzystany.

Wykupy akcji własnych mogą przybierać różnorodne formy. Metoda wykupu może również – do pewnego stopnia – być determinowana wielkością spółki. Najczęstszym rodzajem wykupu dla dużych spółek publicznych jest wykup akcji na wolnym rynku (*open market buy-back*), po bieżącej cenie rynkowej. W przypadku mniejszych spółek, bardziej efektywna może być natomiast oferta kierowana wyłącznie do wybranych udziałowców. Obok argumentów czysto finansowych, ważnym motywem takiego „selektywnego” wykupu może być także, wspomniany powyżej *buy-back*, służący do zmian struktury właścicielskiej. Innym motywem bywa w takich przypadkach chęć wykupienia udziałów tych akcjonariuszy, którzy zostaną uznani za „niepożądanych” (przy zachowaniu wszelkich wymogów prawnych, związanych z eliminacją takich udziałowców). Należy zwrócić uwagę, że w mniej-

<sup>1</sup> Klasycznym przykładem takiej operacji na rynku polskim był wykup menedżerski dokonany w Stomilu Sanok.

szych spółkach częściej pojawia się problem przekroczenia progów udziałowych, co skutkuje koniecznością wszczęcia nakazanych prawem procedur publicznego wezwania.

Jedną z najczęściej podkreślanych zalet wykupu akcji własnych przez przedsiębiorstwa jest stworzenie dodatkowej możliwości zagospodarowania środków własnych spółki, wobec braku innych okazji inwestycyjnych. Firma, która nie widzi możliwości dokonania inwestycji we własny potencjał (inwestycje rozwojowe i odtworzeniowe), a także przedsiębiorstwo, które chce uniknąć angażowania środków w papiery wartościowe, na przykład w okresach niskiego oprocentowania papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu, może postrzegać wykup akcji własnych jako interesującą alternatywę. Ten argument wydaje się bardziej właściwy dla spółek o większej stabilności i mniejszym potencjale rozwojowym (czyli z reguły spółek większych), jednak także mniejsze podmioty gospodarcze mogą często wykorzystywać okresy zmniejszonej atrakcyjności inwestycyjnej do zrealizowania planu wykupu.

## **2.2. Negatywne aspekty wykupu akcji własnych w mniejszych podmiotach gospodarczych**

Niewątpliwe zalety wykupu akcji własnych nie powinny powodować lekceważenia mniej korzystnych – dla przeprowadzających wykup spółek – konsekwencji wykorzystania tego instrumentu wypłat inwestorskich. Negatywne skutki mikroekonomiczne wykupu akcji są nie tylko liczne, ale także bardzo zróżnicowane.

Głównym argumentem przeciwników wykupu akcji własnych jest wpływ tego instrumentu na długoterminowy wzrost potencjału rozwojowego spółki, realizującej taki wykup. Wypłaty środków pieniężnych na wykup stanowią bezpośrednie ograniczenie środków na inwestycje rozwojowe spółki (skutkując utratą możliwych okazji inwestycyjnych). Może to spowodować spowolnienie wzrostu długookresowego przedsiębiorstwa. Badania empiryczne wskazują wyraźnie, że przedsiębiorstwa realizujące wykup akcji własnych, przeznaczają na to znaczące środki. W Stanach Zjednoczonych w ostatnich latach spółki takie przeznaczały na wykup akcji własnych średnio 85% swoich zysków; w niektórych latach (np. w 2009) wysokość wypłat tego rodzaju nawet przekraczała wysokość zysków takich spółek (Wang, Bost, 2014). Długoterminowy efekt takich działań jest dostrzegalny nawet w skali makro – rekordowa ilość i wielkość wykupów w ostatnich latach w USA pokrywa się bowiem z – także rekordową – skalą spowolnienia poziomu inwestycji odtworzeniowych w tym kraju, gdzie obecnie średni wiek środków trwałych wynosi 22 lata, co jest najgorszym wynikiem od połowy XX wieku (Wang, Bost, 2014). W efekcie, zmniejszają się zasoby kapitałowe spółek i rośnie ryzyko perturbacji finansowych. W długim okresie skutkuje to często zmniejszeniem się kreatywności spółki oraz reorientacją, polegającą na odejściu od strategii wzrostowej.

Choć ważnym argumentem, przemawiającym za programami wykupu akcji własnych, jest możliwość wykorzystania czasowego niedowartościowania cen akcji danej spółki, dla dokonania korzystnego dla właścicieli spółki wykupu, to jednak zakupy na wolnym rynku niosą także za sobą ryzyko ponoszenia strat kapitałowych, w przypadkach niekorzystnego terminarza wykupów. Doświadczenia amerykańskie



w tym zakresie wskazują, że maksimum wykupów przypadało na 2007 oraz 2009 rok, czyli na lata silnego boomu na giełdach. Świadczy to, iż przekonanie o możliwości wykorzystania wahań cen akcji na giełdzie ze strony spółki jest raczej iluzoryczna i częściej przynosi straty, niż korzyści.

Pomimo zasygnalizowania powyżej wysokiego poziomu elastyczności wykupu akcji własnych (termin i wysokość płatności), niekiedy jednak – zwłaszcza jeśli plan wykupu ma charakter długookresowy – może nastąpić obniżenie tej elastyczności. Dzieje się tak, gdy założony wcześniej plan wykupu akcji zmusza realizujące te programy spółki do dokonywania – zaplanowanych wcześniej, a nie zawsze korzystnych finansowo – zakupów akcji spółki na rynku kapitałowym. Czasami może to być przyczyną zadłużania się podmiotu gospodarczego, który nie jest w stanie sfinansować wykupów ze źródeł o charakterze własnym.

Negatywne skutki wykupu mogą także wynikać z zaburzenia prawidłowej (rynkowej) wyceny akcji przedsiębiorstwa. Choć wykupom często towarzyszą wzrosty cen akcji, to jeśli nie są one powiązane ze wzrastającymi dochodami spółki, a są jedynie efektem pozytywnego nastawienia inwestorów do spółek dokonujących wykupów, to takie wzrosty mogą maskować słabości spółek i zaburzać prawidłową jej wycenę przez rynek kapitałowy.

Występowanie wymienionych powyżej (niektórych tylko) wad programów wykupu akcji własnych, powinno skłaniać planujących tego typu działania właścicieli i menedżerów spółek do dokładnych analiz realnych kosztów i zagrożeń, towarzyszących takim działaniom.

## Uwagi końcowe

1. Zarówno duże, jak i mniejsze podmioty gospodarcze coraz częściej zastępują tradycyjną politykę dywidend, w której jedyną metodą rozliczeń spółki z jej akcjonariuszami jest wypłata regularnej (okresowej) dywidendy, nowoczesną polityką rozliczeń wobec inwestorów, charakteryzującą się dużą różnorodnością wykorzystywanych instrumentów finansowych. Celem takich zmian jest uczynienie z polityki dywidend efektywnego i elastycznego instrumentu praktyki zarządzania finansami przedsiębiorstwa. Najpopularniejszym z tych alternatywnych narzędzi rozliczeń inwestorskich jest wykup akcji własnych.
2. Wykup akcji własnych należy do najważniejszych instrumentów płatności inwestorskich także w mniejszych spółkach kapitałowych. Ze względu na to, że spółki takie mają często mniejsze możliwości realizowania regularnych płatności dywidend, rozszerzanie przez takie podmioty swojego instrumentarium narzędzi płatności inwestorskich staje się istotnym elementem ich polityki wypłat. Popularności wykupu mogą sprzyjać także zmiany w polskim systemie prawnym, związane z ewolucją prawa europejskiego w zakresie polityki finansowej.
3. Wykorzystanie wykupu akcji własnych, jako istotnej formy płatności inwestorskich małych i średnich podmiotów gospodarczych jest efektem takich

- zalet tego instrumentu, jak: przekazywanie pozytywnego sygnału o kondycji finansowej firmy realizującej wykup, kierowanej do dotychczasowych i potencjalnych inwestorów, a także wysoka elastyczność tej metody płatności.
4. Decydujące się na programy wykupu akcji podmioty gospodarcze powinny każdorazowo rozważać także negatywne skutki wykupu. Do najważniejszych wad tego instrumentu należą między innymi możliwość spowolnienia długoterminowego potencjału wzrostowego spółki, a także ryzyko związane z zaburzeniem wyceny akcji spółki (spółki publiczne) oraz ewentualne koszty wykupu, przekraczające realną wartość zbywanych aktywów mniejszego podmiotu gospodarczego.

## Literatura

- Correia da Silva, L., Goergen, M., Renneboog, L. (2004). *Dividend Policy and Corporate Governance*. Oxford: Oxford University Press.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., Skinner, D.J. (2004). Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings. *Journal of Financial Economics*, 72 (3), 425–456.
- International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) (2004). Report on Stock Repurchase Programs. Pobrano z: [www.iosco.org](http://www.iosco.org).
- Lazonick, W. (2014). The problem with Stock Buyback. *Harvard Business Review*, 9.
- Piketty, Th. (2015). *Kapitał w XXI wieku*. Warszawa: Wydawnictwo Krytyka Polityczna.
- Wang, L., Bost, C.. S&P Companies spend almost all profits on Buybacks. *Bloomberg Business Digital*. Pobrano z: [www.bloomberg.com/segments/digital-originals](http://www.bloomberg.com/segments/digital-originals) (6.10.2014).
- von Eije, H.J., Megginson, W.L. (2008). Dividend Policy and Share Repurchase in the European Union. *Journal of Financial Economics*, 89 (2), 346–374.
- Wagonner, J. (2015) Beware the Stock-Buybacks Craze. *The Wall Street Journal*, 19.06. Pobrano z: <https://itunes.apple.com/us/app/wall-street-journal>.
- [www.marketwatch.com/story/how-stock-buybacks-have-become-wall-streets-new-drug](http://www.marketwatch.com/story/how-stock-buybacks-have-become-wall-streets-new-drug) (17.07.2015).
- Zarębski S. (2015). Dywidendy regularne i dywidendy specjalne w małych i średnich spółkach kapitałowych. *Zeszyty Naukowe US*, 848, *Ekonomiczne Problemy Usług*, 116.
- Zarębski, S. (2010). Wykup akcji własnych jako forma płatności inwestorskich w małych spółkach giełdowych. *Zeszyty Naukowe US*, 588, *Ekonomiczne Problemy Usług*, 51, 237–244.

## SHARE REPURCHASE OF MEDIUM AND SMALL ENTERPRISES – BENEFITS AND RISKS

**Abstract:** *Purpose* – The main aim of the study is to evaluate the use of share repurchase by small and medium-sized enterprises, as a basic tool of their dividend policy. This subject constitutes one of the basic problem of the modern theory of corporate finance – identifying the most important determinants of dividend policy.

*Design/Methodology/approach* – The chief analysis of the study was the review of the contemporary (domestic and foreign) literature on the theory of dividends. The variety of dividend policy tools has been analyzed and compared. There has also been a survey concerning the applying of dividend policy instruments – mainly classical dividends and share repurchase – in small and medium sized enterprises.

*Findings* – The survey results indicate that the large variety of instruments are used in small and medium-sized enterprises as a tools of investor's payments policy. The share repurchase could be treated as the main instrument of payment, or as a subsidiary tool to support regular, cash dividend.

*Originality/value* – The general conclusion from the study, concerns the practical implications of the use of share repurchase in the smaller entities. The analysis of the benefits and drawbacks of this in-

strument, leads to the conclusion, that share repurchase is an instrument of high suitability not only for big companies but also for small and medium-sized enterprises.

**Keywords:** dividend policy, micro and small enterprises, share repurchase

## **Cytowanie**

Zarębski S. (2016), Wykup akcji własnych mniejszych spółek kapitałowych – korzyści i zagrożenia. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 5 (83/2), 65–75. DOI: 10.18276/frfu.2016.5.83/2-06.