

*Agnieszka Natasza Duraj**

**WYPŁATA DYWIDENDY I PRAKTYKA NABYWANIA
ORAZ UMARZANIA AKCJI WŁASNYCH
A WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA****

1. WPROWADZENIE

Zasadniczym celem opracowania jest przedstawienie wpływu wypłaty dywidendy oraz odkupu akcji własnych na wartość publicznych spółek akcyjnych.

W artykule prezentowany jest ponadto efekt sygnalizacji, jaki niesie za sobą ogłoszenie przez spółkę zamiaru wypłaty dywidendy i wykupu akcji własnych, jak również problematyka wpływu wypłaty dywidendy i odkupu akcji własnych na tworzenie wartości dla właścicieli z wykorzystaniem formuły całkowitego zwrotu dla właścicieli (*TSR*) oraz ekonomicznej wartości dodanej dla właścicieli (*SEVA*). W opracowaniu przedstawiono także problematykę stosowania nabycia i umorzenia akcji własnych według postanowień Kodeksu spółek handlowych (k.s.h.) oraz ustawy o rachunkowości¹.

2. POJĘCIE I ISTOTA WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA

Wartość przedsiębiorstwa należy do tych problematycznych terminów, które uznaje się za najbardziej istotne i zarazem ogromnie złożone zarówno w swej konstrukcji pojęciowej, jak i w warstwie operacyjnej. Jest ona pojęciem wielo- i interdyscyplinarnym. Wartość jest podstawową kategorią

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

** Praca naukowa finansowana ze środków budżetowych na naukę w latach 2005–2007 jako projekt badawczy nr 1 H02C 014 28, pt. „*Wpływ rezerw finansowych na politykę dywidendy i wypłacalność przedsiębiorstwa*” oraz powstała w związku z realizowanymi w 2005 r. badaniami własnymi w ramach grantu przyznanego przez rektora Uniwersytetu Łódzkiego nr 505/604.

¹ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych, DzU 2000, nr 94, poz. 1037 z późn. zm.; Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, DzU 2002, nr 76, poz. 694.

aksjologii, oznaczającą wszystko to, co cenne i godne pożądaniami, co stanowi cel dążeń ludzkich². Wartość (z łac. *valor*) to pewna cecha, właściwość, a nawet miara³. Wartość jest bowiem kategorią mierzalną – można ją określać, szacować, oceniać, osądzać, mierzyć, taksować, weryfikować, przywracać czy wreszcie obniżać i podwyższać. Można ją rozumieć na wiele sposobów, gdyż jest ona uniwersalną kategorią, spotykaną we wszystkich dziedzinach życia społecznego i gospodarczego⁴. Należy ją utożsamiać z kategorią sądu wydawanego przez określony podmiot⁵ czy taką cechą rzeczy, stosownie do której rzecz jest postrzegana jako mniej lub bardziej pożądana, użyteczna, szanowana lub ważna⁶.

Pojęcie „wartość przedsiębiorstwa” stanowi termin, który w zależności od kontekstu nabiera różnego znaczenia. Jak dowodzi E. Walińska, wyjaśnienie terminu „wartość przedsiębiorstwa” rodzi trudności przede wszystkim ze względu na niejednoznaczność określenia samego pojęcia „wartość”, a ponadto może budzić wątpliwości przez różne znaczenia pojęcia „przedsiębiorstwo”⁷. Samo pojęcie „wartość przedsiębiorstwa” informuje bowiem jedynie o tym, że przedmiotem wyceny jest przedsiębiorstwo i że została ustalona jego wartość wskutek zastosowania określonych metod i procedur⁸. Jednakże każde przedsiębiorstwo może mieć całkowicie odmienną wartość w zależności od tego, jak będzie ono postrzegane⁹. Co więcej, wartość określonego przedsiębiorstwa zmienia się w każdej chwili i pod wpływem różnorodnych czynników oraz powstałych sytuacji. Cechą zmienną jest jej zmienność, a tym samym wartość jest wartością niestałą, chwiejną oraz poddającą się z trudem kwantyfikacji. Ta trudność ma swoje korzenie również i w tym, że jest ona zależna od subiektywnej oceny roli i znaczenia wartościowanego obiektu.

Ustalanie wartości przedsiębiorstwa jest w sposób nierozzerwalny związane z przyczynami i celami działania przedsiębiorstwa, gdyż dopiero ich analiza

² *Multimedialna Encyklopedia PWN na dwóch płytach*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.

³ *Dictionnaire du français*, Hachette, Paris 1987, s. 1660.

⁴ J. D u r a j, *Niektóre implikacje zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, [w:] J. D u r a j (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, t. 3, Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock–Łódź 2002, s. 58.

⁵ J. D u r a j, *W kierunku orientacji wartościującej działalność przedsiębiorstwa*, [w:] J. D u r a j (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock–Łódź 2001, s. 21.

⁶ R. C. M i l e s, *Basic Business Appraisal*, John Wiley & Sons, New York 1984, s. 15.

⁷ E. M. W a l i Ń s k a, *Wartość bilansowa przedsiębiorstwa a alokacja podatku dochodowego*, „Rozprawy Habilitacyjne Uniwersytetu Łódzkiego”, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004, s. 30.

⁸ *Ibidem*, s. 30–31.

⁹ M. M i c h a l s k i, *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG-Press, Warszawa 2001, s. 15.

pozwała na ustalenie czynników wartościotwórczych, a następnie oszacowanie wartości podmiotu i wskazanie zasad jej zwiększania¹⁰.

Jeśli za cel nadrzędny funkcjonowania przedsiębiorstw uznamy kreowanie wartości dla jego właścicieli, wówczas pierwszoplanową rolę zaczną odgrywać strategie wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Strategie wzrostu wartości są częścią systemu zarządzania przedsiębiorstwem, w którym mamy do czynienia z występowaniem wielu różnorodnych zmiennych instrumentów i mechanizmów sprzyjających wzrostowi wartości. Jednym z takich instrumentów jest wypłata dywidendy oraz wykup własnych akcji przez publiczne spółki akcyjne.

Wypłata dywidendy i wykup akcji własnych jest częścią polityki dywidendy przedsiębiorstwa, posiadającą – mimo odmienności nie tylko tych omawianych form jej realizacji – istotne znaczenie dla kształtowania jego wartości.

Określenie „wartość przedsiębiorstwa” może wydawać się enigmatyczne, gdyż wartość ta przyjmuje wiele postaci i wymiarów analitycznych. Interesując się w opracowaniu tylko wartością dla akcjonariuszy, można stwierdzić, iż jest ona generowana w ramach trójfazowego procesu, obejmującego tworzenie wartości, jej utrzymywanie i ostateczne przekazywanie akcjonariuszom¹¹. Samo wytworzenie wartości bez jej utrzymania i przekazania akcjonariuszom nie powoduje bowiem adekwatnego wzrostu wartości ich majątku, a zatem nie odzwierciedla faktycznie realizowanych przez nich dochodów.

Źródła kreacji wartości dodanej dla właścicieli należy wiązać z kategorią całkowitego zwrotu dla właścicieli (*TSR*) oraz ekonomiczną wartością dodaną dla właścicieli (*SEVA*) (zob. schemat 1).

Całkowity zwrot dla właścicieli oraz ekonomiczna wartość dodana dla właścicieli mogą być uznane za dwa zasadnicze mierniki oceny efektywności tworzenia tej wartości dodanej.

Na całkowity zwrot dla właścicieli (*TSR*) w danym okresie *t* składają się trzy czynniki: wzrost rynkowej wartości kapitałów własnych, wypłacona bieżąca dywidenda oraz wpływy z akcji skupionych przez przedsiębiorstwo w celu ich umorzenia. Tym samym zawarta w następującej formule ekonomicznej wartości dodanej dla właścicieli:

$$SEVA_{t+1} = TSR_{t+1} - (E_t * r_{e(t+1)}),$$

¹⁰ M. Marcinkowska, *Wartość banku. Kreowanie wartości i pomiar wyników działalności banku*, „Rozprawy Habilitacyjne Uniwersytetu Łódzkiego”, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2003, s. 22.

¹¹ M. Michalski, *Metody podwyższania wartości dla akcjonariuszy*, [w:] J. Duraj (red.), *op. cit.* s. 114.

gdzie:

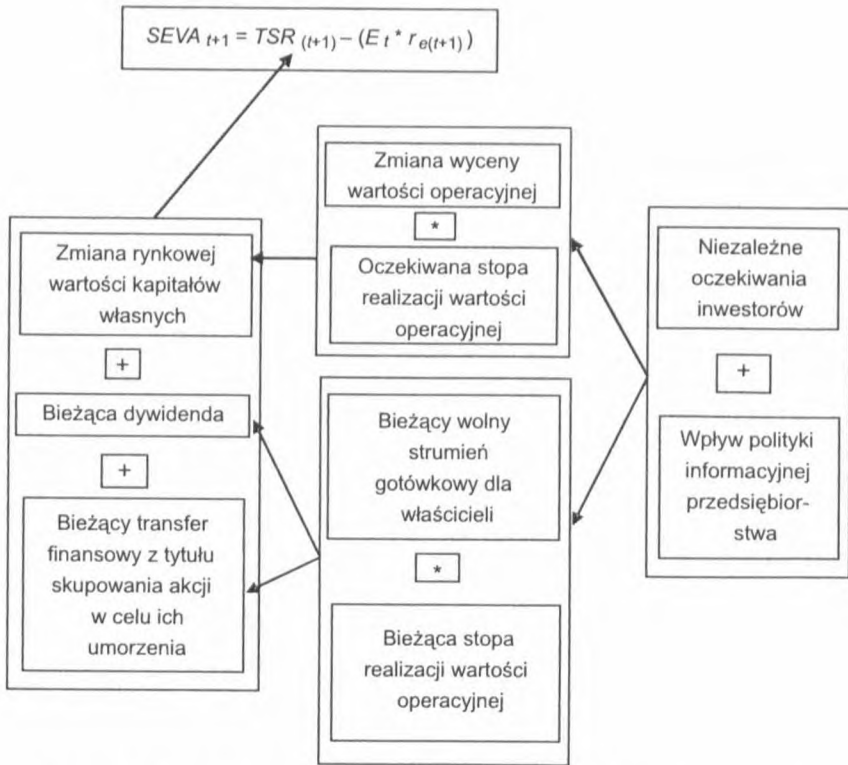
$SEVA_{t+1}$ – ekonomiczna wartość dodana dla właścicieli w okresie $t+1$,

TSR_{t+1} – całkowity zwrot dla właścicieli w okresie $t+1$,

E_t – wartość rynkowa kapitałów własnych w okresie t ,

$r_{e(t+1)}$ – koszt kapitału własnego w okresie $t+1$.

różnica między całkowitym zwrotem dla właścicieli a iloczynem wartości rynkowej kapitałów własnych i kosztem kapitału własnego stanowi o wroście finansowych korzyści dla tej grupy inwestorów.



Schemat 1. Źródła tworzenia ekonomicznej wartości dodanej dla właścicieli

Źródło: M. Michalski, *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG-Press, Warszawa 2001, s. 135.

Do szacowania ekonomicznej wartości dodanej dla właścicieli można również wykorzystać stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału dla właścicieli (*ROSIC*), będącej ilorazem całkowitego zwrotu dla właścicieli oraz wartości rynkowej kapitału własnego w okresie t . Stopę tę można przedstawić następująco:

$$ROSIC_{t+1} = \frac{TSR_{t+1}}{E_t} * 100\%,$$

gdzie:

$ROSIC_{t+1}$ – stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału dla właścicieli w okresie $t+1$,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału dla właścicieli jest współczynnikiem wskazującym na osiągniętą wartość przyrostu korzyści akcjonariuszy, wynikających ze zmian ceny rynkowej akcji, wypłaty dywidendy oraz wykupu akcji, które przypadają na jedną złotówkę posiadanego kapitału własnego na początek badanego okresu. Tym samym można powiedzieć, że miernik ten, porównywany w czasie, przestrzeni oraz z wielkościami standardowymi, jest w procesach decyzyjnych ważnym kryterium oceny strategii postępowania akcjonariuszy.

Akcjonariusze, porównując wysokość własnych współczynników zwrotu z zainwestowanego kapitału z minimalną wymaganą na rynku stopą, a zatem z alternatywnym kosztem kapitału własnego czy też z *benchmark*-em, dokonują przemieszczeń kapitału, tworząc tym samym określoną przestrzeń swego wpływu na rezultaty działalności przedsiębiorstw. Odzwierciedleniem tego wpływu są m. in. zmiany cen rynkowych akcji.

Należy zauważyć, że jeżeli stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału dla właścicieli ($ROSIC_{t+1}$) będzie wyższa od kosztu kapitału własnego, wówczas inwestycja w ten kapitał przyniesie tej grupie interesu dodatnią wartość.

Wartość tę w kwocie absolutnej można wyrazić w postaci następującej formuły:

$$SEVA_{t+1} = (ROSIC_{t+1} - r_{e(t+1)}) * E_t.$$

Wyplata dywidendy oraz wydatki z tytułu umorzenia akcji mają swoje źródło w bieżącym wolnym strumieniu gotówki. Jego wartość wpływa także na ekonomiczną wartość dodaną nie tylko dla właścicieli, lecz także dla wierzycieli. Łączna wartość całkowitego zwrotu dla wszystkich inwestorów jest bowiem sumą ekonomicznej wartości dodanej dla właścicieli oraz iloczynu wartości rynkowej przedsiębiorstwa na początek okresu i średnio ważonego kosztu kapitału. Tym samym można zapisać, że:

$$SEVA_{t+1} = TIR_{t+1} - (MV_t * WACC),$$

$$SEVA_{t+1} = FCF_{t+1} + \Delta MV - (MV_t * WACC)^{12},$$

¹² M. W i e r z b i ń s k i, *Wartość dodana a tworzenie wartości dla właścicieli*, [w:] D. Z a r z e c k i (red.), *Zarządzanie finansami. Klasyczne zasady, nowoczesne narzędzia*, t. 1, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2002, s. 768.

gdzie:

TIR_{t+1} – wartość całkowitego zwrotu dla wszystkich inwestorów,

FCF_{t+1} – wygenerowane wolne przepływy środków pieniężnych,

ΔMV – przyrost wartości rynkowej przedsiębiorstwa,

MV_t – wartość rynkowa przedsiębiorstwa na początek okresu.

A zatem na całkowity zwrot dla wszystkich inwestorów składają się wygenerowane wolne przepływy środków pieniężnych przekazywane zarówno wierzycielom, jak i właścicielom oraz przyrost wartości rynkowej.

W zaprezentowanej formule wartość rynkowa kapitału własnego została zastąpiona wartością rynkową całego przedsiębiorstwa, a w miejsce kosztu kapitału własnego wstawiono średni ważony koszt kapitału. I, jak dowodzi M. Wierziński, wartość dodana dla właścicieli jest tworzona wówczas, gdy uzyskana stopa zwrotu, będąca relacją przepływów skierowanych do wszystkich inwestorów i wzrostu w danym okresie rynkowej wartości przedsiębiorstwa do jego wartości rynkowej z początku okresu, będzie wyższa od średniego ważonego kosztu kapitału¹³. Zależność taka ma miejsce, gdyż kursy akcji odzwierciedlają wszystkie oczekiwania inwestorów co do przyszłych wyników spółki.

3. WPLYW POLITYKI DYWIDENDY NA CENĘ RYNKOWĄ AKCJI

Teoria sygnalizacji zakłada, że inwestorzy przywiązują szczególną wagę do informacji o wypłacie dywidendy, traktując ją jako sygnał o kondycji spółki oraz o prognozach jej zysków. Kierownictwo przedsiębiorstwa, będąc w posiadaniu dostępu do pełniejszej, szybszej i zarazem wiarygodniejszej informacji, może w istotny sposób kształtować cenę rynkową akcji.

G. Donaldson w swych badaniach, opublikowanych w 1961 r.¹⁴, dotyczących sposobów finansowania prowadzonej działalności przez korporacje amerykańskie, wskazał, iż przedsiębiorstwa te niechętnie zmieniają wysokość wypłacanej dywidendy, co widoczne jest przede wszystkim w sytuacji, gdy spółka ma obniżyć jej kwotę. Autor ten dowodził, iż przedsiębiorstwa będą skłonne utrzymywać i realizować oczekiwany dotychczasowy poziom wypłat dywidendy przez akcjonariuszy nawet wtedy, gdy wypłata dywidendy będzie wiązała się z koniecznością zaciągnięcia długu przez spółkę. Podobnego

¹³ *Ibidem*, s. 769.

¹⁴ G. Donaldson, *Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity*, Boston Graduate School of Business Administration, Boston 1961.

zdania jest S. Bhattacharya¹⁵, który w swych rozważaniach opublikowanych w 1979 r. dowiódł, iż zarząd spółki może sygnalizować wysoką rentowność realizowanych projektów inwestycyjnych przez zobowiązanie się do przestrzegania określonej polityki dywidendy. Autor ten twierdzi, że jeżeli nawet bieżące przychody z inwestycji nie będą w stanie zapewnić odpowiedniego poziomu wypłacanej dywidendy, to przedsiębiorstwo ma możliwość skorzystania z zewnętrznych źródeł finansowania, a realizując naprawdę zyskowe inwestycje, będzie mogło liczyć na korzystne warunki obsługi zadłużenia. Jeżeli spółka nie posiada wystarczających środków pozwalających na wypłatę dywidendy, może ona również dokonać emisji akcji. Jednakże takie rozwiązanie – co podniósł w swoich rozważaniach J. Lintner – jest niekorzystne dla akcjonariuszy, gdyż nowa emisja akcji zwiększa podaż akcji, powodując w rezultacie spadek ich ceny¹⁶.

Zajmując się w opracowaniu głównie wpływem wypłaty dywidendy na wartość rynkową akcji i tym samym na stopę zwrotu z akcji¹⁷, wskazać należy, że przedsiębiorstwa, które powiększają dywidendy, osiągają ponadprzeciętne zwroty. Natomiast przedsiębiorstwa zmniejszające dywidendy osiągają ujemne ponadprzeciętne zwroty. Negatywna reakcja na złe wiadomości jest wyraźnie silna i względnie silna. I choć wniosek ten wynika z badań

¹⁵ S. B h a t t a c h a r y a, *Imperfect information, dividend policy and 'the bird in the hand' fallacy*, „Bell Journal of Economics” 1979, No. 10, s. 259–270; i d e m, *Nondissipative signaling structures and dividend policy*, „Quarterly Journal of Economics” 1980, No. 95, s. 1–24.

¹⁶ J. L i n t n e r, *Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations*, „Review of Economics and Statistics” 1962, August.

¹⁷ Stopy zwrotu są podstawowym narzędziem służącym badaniu wpływu podania informacji o wypłacie dywidendy na notowania spółki. Wnioskowania można dokonywać na dwóch rodzajach stopy zwrotu. Pierwsza z nich (r_1) posiada ze względu na konstrukcję dwie równorzędne formy, w zależności od okresu, którego dotyczy. Jest ona liczona jako iloraz ceny akcji w danym dniu do ceny akcji w dniu pierwszej publikacji o wypłacie dywidendy. Podstawa jest zatem cały czas niezmienna, a zamianie ulega jedynie licznik tegoż wskaźnika. Formę tę należy uznać za właściwą dla okresu po dniu pierwszej publikacji. Natomiast w okresie poprzedzającym stopa ta jest liczona jako iloraz ceny akcji w dniu pierwszej publikacji do ceny akcji w danym dniu. Druga stopa zwrotu (r_2) jest ruchomą stopą zwrotu (jednodniową). Stanowi ona iloraz ceny akcji w danym dniu do kursu akcji z dnia poprzedniego. Obie te stopy można ująć za pomocą następujących równań:

$$r_1 = (k_i/k_0 - 1) * 100\%, \quad r'_1 = (k_0/k_i - 1) * 100\%, \quad r_2 = (k_i/k_{i-1} - 1) * 100\%,$$

gdzie: r_1 – stopa zwrotu z podstawą w dniu ogłoszenia, w okresie po publikacji, r'_1 – stopa zwrotu z podstawą w dniu ogłoszenia, w okresie sprzed publikacji, r_2 – stopa zwrotu z podstawą ruchomą (stopa zwrotu jednodniowa), k_i – kurs akcji w danym dniu, gdzie „i” – liczby całkowite dla x – dni wstecz i x – dni naprzód, k_{i-1} – kurs akcji w dniu poprzedzającym, k_0 – kurs akcji w dniu ogłoszenia (zob. I. K a m i ń s k a, *Wpływ podania do wiadomości publicznej decyzji o wypłacie dywidendy na wartość rynkową spółki w Polsce i w Portugalii*, [w:] W. F r ą c k o w i a k (red.), *Z badań nad rynkiem kapitałowym w Polsce*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2001, s. 268–269).

empirycznych odnoszących się do rynku amerykańskiego (zob. prace m. in. następujących autorów: R. R. Pettit, G. Charest, J. Aharony, I. Swary, J. R. Woolridge, P. Asquith, D. W. Mullins, J. A. Brickley, A. Divecha, D. Morse, G. A. Benesh, A. J. Keown, J. M. Pinkerton, T. E. Dielman, H. R. Oppenheimer, K. M. Eades, P. J. Hess, E. H. Kim, J. W. Wansley, W. R. Lane, C. Ghosh, R. Woolridge, J. Aharony, H. Falk, I. Swary, P. M. Haley, K. G. Palepu czy późniejsze dzieło C. Ghosha i R. Woolridge'a¹⁸), to jednak potwierdzają te zależności również rezultaty analiz wpływu dywidendy na wartość stopy zwrotu na brytyjskim (A. A. Lonie'a, G. Abeyratna, D. M. Powera i C. D. Sinclaira¹⁹) i polskim rynku papierów wartościowych.

Przywołując badania przeprowadzone na rynku polskim przez I. Kamińską i M. Wypycha²⁰, wskazać można, iż polski rynek giełdowy pozytywnie reaguje na ogłoszenie informacji o wypłacie dywidendy. I. Kamińska dowodzi,

¹⁸ R. R. P e t t i t, *Dividend announcements, security performance and capital market efficiency*, „Journal of Finance” 1972, No. 27, s. 993–1007; G. C h a r e s t, *Dividend information, stock returns and market efficiency*, „Journal of Financial Economics” 1978, No. 6, s. 297–330; J. A h a r o n y, I. S w a r y, *Quarterly dividend and earnings announcement and stockholders' returns: An empirical analysis*, „Journal of Finance” 1980, No. 35, s. 1–12; J. R. W o o l r i d g e, *The information content of dividend changes*, „Journal of Financial Research” 1982, No. 5, s. 237–247; P. A s q u i t h, D. W. M u l l i n s, *The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth*, „Journal of Business” 1983, No. 56, s. 77–96; J. A. B r i c k l e y, *Shareholder wealth, information signaling and specially designated dividend*, „Journal of Financial Economics” 1983, No. 12, s. 187–209; A. D i v e c h a, D. M o r s e, *Market responses to dividend increases and changes in pay-out ratios*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1983, No. 18, s. 163–173; G. A. B e n e s h, A. J. K e o w n, J. M. P i n k e r t o n, *An examination of market reaction to substantial shifts in dividend policy*, „Journal of Financial Research” 1984, No. 7, s. 131–142; T. E. D i e l m a n, H. R. O p p e n h e i m e r, *An examination of investor behavior during periods of large dividend changes*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1984, No. 19, s. 197–216; K. M. E a d e s, P. J. H e s s, E. H. K i m, *Market rationality and dividend announcements*, „Journal of Financial Economics” 1985, No. 14, s. 581–604; J. W. W a n s l e y, W. R. L a n e, *A financial profile of the dividend initiating firms*, „Journal of Business Finance and Accounting” 1987, No. 14, s. 425–436; C. G h o s h, R. W o o l r i d g e, *An analysis of shareholder reaction to dividend cuts and omissions*, „Journal of Financial Research” 1988, No. 11, s. 281–294; J. A h a r o n y, H. F a l k, I. S w a r y, *Information content of dividend increases: The case of regulated utilities*, „Journal of Business Finance and Accounting” 1988, No. 15, s. 401–414; P. M. H e a l y, K. G. P a l e p u, *Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions*, „Journal of Financial Economics” 1988, No. 21, s. 149–175; C. G h o s h, R. W o o l r i d g e, *Dividend omissions and stock market rationality*, „Journal of Business Finance and Accounting” 1991, No. 18, s. 315–330.

¹⁹ A. A. L o n i e, G. A b e y r a t n a, D. M. P o w e r, C. D. S i n c l a i r, *The stock market reaction to dividend announcements: A U.K. study of complex market signals*, „Journal of Economic Studies” 1996, No. 23, s. 32–52; I. K a m i ń s k a, *op. cit.*, s. 253–273.

²⁰ M. W y p y c h, *Nadzór właścicielski a polityka dywidend na przykładzie polskich spółek giełdowych*, [w:] J. D u r a j (red.), *op. cit.*, t. 3, s. 161–186.

że wystąpił procentowy wzrost średnich stóp zwrotu począwszy od dwudziestego dnia przed ujawnieniem informacji o wypłacie dywidendy do 20 dni po ogłoszeniu. O ile zmiany tych stóp były niewidoczne przed ogłoszeniem informacji o wypłacie dywidendy, to wzrost ten był wyraźny w dzień po ogłoszeniu (o 1,21%), by stopniowo opadać w kolejnych dniach. Autorka dowiodła, że tendencja ta występowała jeszcze silniej w przypadku spółek składających się na indeks WIG-20²¹. Natomiast, zdaniem M. Wypycha, spółki regularnie wypłacające dywidendę są lepiej postrzegane przez inwestorów w porównaniu z ogółem spółek giełdowych. Badania autora obejmujące lata 1999–2001 udowodniły, iż spółki dokonujące regularnej wypłaty dywidendy dominowały w czterech analizowanych przez autora kategoriach, takich jak²²:

- odsetek spółek osiągających stopę zwrotu z akcji wyższą od stopy zwrotu określonej na podstawie indeksu WIG,
- odsetek spółek osiągających dodatnią stopę zwrotu z akcji,
- odsetek spółek osiągających stopę zwrotu wyższą od poziomu inflacji,
- odsetek spółek, dla których wskaźnik cena/wartość księgową jest wyższy od jedności.

M. Wypych zwrócił uwagę, iż szczególnie dynamicznie zwiększał się z roku na rok odsetek spółek osiągających stopę zwrotu z akcji wyższą od stopy zwrotu dla indeksu WIG, w roku 1999 było to 41,5%, w roku 2000 – 53,5%, natomiast w 2001 r. – aż 60,5%.

4. WYKUP AKCJI A WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA

Jak wskazują G. Grullon i R. Michaely, odkupywanie akcji własnych jest ważną formą wypłaty nadwyżkowych środków finansowych w korporacjach amerykańskich, stosowaną częściej aniżeli wypłata dywidendy²³. Autorzy ci dowodzą, iż młode przedsiębiorstwa wykazują corocznie większą i rosnącą skłonność do wypłaty nadwyżkowych środków pieniężnych, a odkupywanie akcji należy uznać za preferowaną formę inicjowania wypłaty gotówki. Chociaż duże, o ustalonej pozycji, przedsiębiorstwa nie rezygnują z wypłaty dywidendy, to jednak – według cytowanych autorów – w tych jednostkach ma miejsce większa skłonność do wypłaty gotówki w postaci odkupu akcji własnych. Podobnego zdania są J. P. Evans, R. T. Evans i J. A. Gentry, którzy wskazują, że wzrost programów odkupów akcji

²¹ I. K a m i ń s k a, *op. cit.*, s. 270.

²² M. W y p y c h, *op. cit.*, s. 183.

²³ G. G r u l l o n, R. M i c h a e l y, *Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis*, „Journal of Finance” 2002, No. 57, s. 1649.

w ostatnich latach staje się coraz ważniejszym narzędziem realizacji strategii biznesowych amerykańskich przedsiębiorstw²⁴ zorientowanych na wzrost ich wartości. Również E. Fama i K. French twierdzą, że obecnie spółki amerykańskie mają niższą skłonność do wypłaty dywidend aniżeli czyniły to w przeszłości²⁵.

W literaturze przedmiotu wymienia się liczne przyczyny, które skłaniają przedsiębiorstwa do odkupu własnych akcji. Za najważniejsze z nich uznaje należy traktowanie odkupu akcji własnych przez spółkę jako formy wypłaty dywidendy pieniężnej²⁶ oraz zamiar poprawy notowań rynkowych akcji spółki. Umorzenie akcji jest bowiem czynnikiem sprawczym poprawy wskaźnika P/E ²⁷. Co więcej, wykup akcji stanowi nie tylko sygnał poprawy zysków spółki w przyszłości, jest on także wyrazem obniżenia ryzyka firmy²⁸ oraz niedowartościowania akcji spółki²⁹. Spośród innych powodów odkupywania akcji własnych przez spółki wymienić można chęć zmniejszenia rozdrobnienia akcjonariatu, co stanowić będzie czynnik sprawczy skupienia głosów na walnym zgromadzeniu w rękach wybranych akcjonariuszy. Działalność taka może ułatwić podejmowanie strategicznych decyzji, a także utrudniać próby wrogich przejęć przez inne firmy³⁰. Zmniejsza ona bowiem atrakcyjność przejęcia wskutek wzrostu ceny rynkowej kandydata do przejęcia, który złożył ofertę odkupienia własnych akcji. Firma może również dążyć w ten sposób do wyeliminowania niewygodnych akcjonariuszy. Ważnym argumentem jest również chęć dostosowania zadłużenia do pożądanego przez menedżerów poziomu³¹.

W specyfikacji przyczyn odkupywania akcji własnych należy zawrzeć również powód podatkowy. Umorzenie akcji stanowi bowiem korzystniejszą podatkowo formę otrzymania środków pieniężnych przez akcjonariuszy aniżeli wypłata dywidendy przez spółkę. W Stanach Zjednoczonych istnieją

²⁴ J. P. Evans, R. T. Evans, J. A. Gentry, *The decision to repurchase shares: A cash flow story*, „Journal of Business and Management” 2003, No. 9, Spring, s. 99.

²⁵ E. Fama, K. French, *Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay?*, „Journal of Financial Economics” 2001, No. 60, s. 3-43.

²⁶ A. Young, *Financial, operating and security market parameters of repurchasing*, „Financial Analyst Journal” 1969, July/August, s. 123.

²⁷ R. F. Marchesi, *Share repurchase hangovers: Liquidity costs and P/E multiples*, „Strategic Investor Relations” 2003, No. 3, Spring, s. 15.

²⁸ E. Bartov, *Open-market stock repurchases as signals for earnings and risk changes*, „Journal of Financial Economics” 1991, No. 14, s. 275.

²⁹ R. Comment, G. Jarell, *The relative signaling power of Dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open-market share repurchases*, „Journal of Finance” 1991, No. 46, s. 1243.

³⁰ J. Wansley, W. Lane, S. Sarkar, *Management's view on share repurchase and tender offer premiums*, „Financial Management” 1989, Vol. 18, No. 3, s. 97.

³¹ N. Vafeas, A. Vlittis, P. Katranis, K. Ockree, *Earnings management around share repurchases: A note*, „Abacus” 2003, No. 3, June, s. 263.

różne grupy inwestorów opodatkowanych w sposób odmienny, a nawet zwolnionych z obowiązku podatkowego³². Co więcej, spółki wypłacające dywidendy przyciągają inwestorów o niskiej marginalnej stopie opodatkowania dochodów z dywidendy, stąd korzystniejsze dla nich jest otrzymanie wypłaty dywidendy w gotówce. Natomiast spółki, które wykupują akcje własne, stanowią przedmiot zainteresowania inwestorów o niskiej marginalnej stopie opodatkowania zysków kapitałowych³³. Ponadto niektórzy autorzy zwracają również uwagę na to, iż odkupywanie akcji własnych może świadczyć nawet o posiadaniu przez spółkę wolnych środków pieniężnych, które pozostały w firmie mimo dokonania inwestycji, a nawet wypłaty dywidendy³⁴.

Zawiadomienie o planowanym przez spółkę odkupie akcji własnych było szeroko analizowane przez L. Danna, R. Masulisa i T. Vermaelena³⁵. Badania te skupiały się na wyjaśnieniu ponadnormatywnego wzrostu ceny akcji w okresie zawiadomienia o odkupie. L. Dann i T. Vermaelen wyjaśniają, że ponadnormatywne rezultaty wynikające z ogłoszenia o wykupie akcji własnych są najlepiej tłumaczone przez teorię sygnalizacji informacji. Zdaniem J. Lakonishoka i T. Vermaelena³⁶, wyjaśnienie sygnałów wydaje się sprawdzać w relatywnie małych przedsiębiorstwach. Dowodzą oni bowiem, że małe przedsiębiorstwa są rzadko w centrum uwagi analityków i dlatego jednostki te prawdopodobnie są bardziej niedowartościowane.

Odkupienie akcji wpływa na wartość przedsiębiorstwa na dwa sposoby³⁷:

- 1) przenosi sygnały o perspektywach i planach spółki przez zawiadomienie o warunkach i sposobie jego wykonania,
- 2) gdy odkup akcji jest finansowany przez emisję długu, może znacząco zmieniać strukturę kapitału spółki.

³² F. A l l e n, M. S a n t o m e r o, *The theory of financial intermediation*, „Journal of Banking and Finance” 1998, No. 21, s. 1461.

³³ E. E l t o n, M. G r u b e r, *Marginal stockholders' tax rates and the clientele effect*, „Review of Economics and Statistics” 1970, February, s. 68.

³⁴ D. O s w a l d, S. Y o u n g, *Cashing in. Lifting city spirits is crucial for economic optimism, so was the £22bn spent by UK companies over five years on share buyback money well spent?*, „Accountancy Magazine” 2003, November, s. 54–55.

³⁵ L. D a n n, *Common stock repurchases*, „Journal of Financial Economics” 1981, No. 9, s. 113–138; R. M a s u l i s, *Stock repurchase by tender offer: An analysis of the causes of common stock price changes*, „Journal of Finance” 1980, No. 35, s. 305–319; T. V e r m a e l e n, *Common stock repurchases and market signaling: An empirical study*, „Journal of Financial Economics” 1981, No. 9, s. 139–183; T. V e r m a e l e n, *Repurchases, tender offers, signaling and managerial incentives*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1984, s. 163–181.

³⁶ J. L a k o n i s h o k, T. V e r m a e l e n, *Anomalous price behavior around repurchase tender offers*, „Journal of Finance” 1990, No. 45, s. 455–477.

³⁷ J. P e t t i t, *Is a share buyback right for your company?*, „Harvard Business Review” 2001, No. 79, April.

Zawiadomienie o planach odkupu akcji wskazuje, że kierownictwo jest przeświadczone o dobrych perspektywach spółki.

Odkupienie akcji może wpływać na wartość przedsiębiorstwa także przez zmianę struktury kapitałowej spółki. Wiele spółek amerykańskich używa odkupu akcji własnych jako narzędzia zwiększania zaufania i wartości przedsiębiorstwa oraz jako tworzenia lepszych warunków do finansowania długiem swojej działalności. Finansowanie odkupu akcji przez emisję długu niesie ze sobą dwie zasadnicze korzyści. Po pierwsze, płatności odsetek od długu zmniejszają podstawę opodatkowania, co oznacza, że koszt długu po opodatkowaniu jest niższy od oczekiwanej przez akcjonariuszy stopy zwrotu z akcji, obniżając w ten sposób średni koszt kapitału przedsiębiorstwa. Druga korzyść wynikająca z długu powstaje z tworzenia większej dyscypliny i odpowiedzialności kierownictwa spółki za rezultaty jej działania. Konieczność wypłaty gotówki w pierwszym rzędzie wierzycielom zapobiega inwestowaniu w projekty, których zwroty są niższe od kosztu kapitału spółki. Ten rezultat jest najczęściej obserwowany w przypadku *leveraged buy-out* (LBO), w którym rezultaty działania spółki często poprawiają się po wzroście poziomu zadłużenia.

5. PRAKTYKA UMARZANIA AKCJI WŁASNYCH WEDŁUG KODEKSU SPÓLEK HANDLOWYCH ORAZ USTAWY O RACHUNKOWOŚCI

Uwarunkowania dotyczące nabywania akcji własnych zawarte są w k.s.h. oraz ustawie o rachunkowości. Akcje własne spółki stanowią instrumenty kapitałowe i jako takie nie podlegają bezpośrednim regulacjom rozporządzenia ministra finansów³⁸. Własne instrumenty kapitałowe wykazywane są w pasywach bilansu w pozycji „Kapitał podstawowy (zakładowy)”. Nabycie własnych instrumentów kapitałowych przez spółkę jest traktowane z punktu widzenia rachunkowości jako ich umorzenie, a późniejsza sprzedaż – jeżeli ma miejsce – jako ponowna emisja³⁹. Nabyte akcje własne winny zostać zbyte w terminie roku od dnia ich nabycia. Jeśli nie zostaną one zbyte w tym terminie, zarząd ma obowiązek dokonania ich niezwłocznego umorzenia bez zwoływania walnego zgromadzenia, a uchwałę walnego zgromadzenia zastępuje wówczas uchwała zarządu.

³⁸ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 grudnia 2001 r. w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych, DzU 2001, nr 149, poz. 1674, z późn. zm.

³⁹ P. C z a j o r, *Szczegółowe zasady wyceny typowych pozycji – instrumenty finansowe*, [w:] E. W a l i n s k a (red.), *Rachunkowość i sprawozdawczość finansowa 2005*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2005, s. 691.

Regulacja dotycząca nabywania własnych praw udziałowych sprzed 1 stycznia 2002 r. – a zatem przed nowelizacją ustawy o rachunkowości – nakazywała traktowanie akcji własnych jako aktywów finansowych. Nabyte prawa udziałowe były księgowane po stronie aktywów (jako pozycja aktywów obrotowych – B.III.1. „Udziały (akcje) własne do zbycia”) w cenie nabycia nie wyższej niż cena sprzedaży na dzień bilansowy⁴⁰, natomiast w pasywach należało utworzyć w tej samej wysokości nienaruszalny kapitał rezerwowy z zysku, który mógł zostać przeznaczony na sfinansowanie umorzenia. Kapitał ten miał za zadanie bilansowe zneutralizowanie akcji własnych⁴¹.

Pojęcie „nabycia własnych praw udziałowych” należy uznać za całkowicie poprawne w odniesieniu do czynności nabycia przez spółkę akcyjną akcji przez nią wyemitowanych⁴², gdyż termin ten nie powinien być utożsamiany tylko z nabyciem przez spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością udziałów reprezentujących prawa członkowskie w tej spółce.

W celu zobrazowania sposobu ujmowania w bilansie nabycia akcji własnych przed 1 stycznia 2002 r., a zatem traktowania akcji własnych jako aktywów według ustawy o rachunkowości sprzed 1 stycznia 2002 r., rozważmy następującą sytuację wyjściową (zob. tab. 1):

Tabela 1

Bilans spółki – sytuacja wyjściowa

Aktywa		Pasywa	
Łączna wartość aktywów trwałych i obrotowych	1 500	A. Kapitał własny	
		I. Kapitał zakładowy	500
		VI. Kapitał rezerwowy z zysku, który może zostać przeznaczony na sfinansowanie umorzenia	500
		B. Zobowiązania	500
Aktywa razem	1 500	Pasywa razem	1 500

Źródło: opracowanie własne na podstawie: A. Nowacki, *Finansowanie umorzenia udziałów*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2004, nr 1, s. 29.

⁴⁰ Art. 28 § 1 pkt 4 ustawy o rachunkowości sprzed 1 stycznia 2002 r., DzU 1994, nr 121, poz. 591.

⁴¹ Do tworzenia kapitału rezerwowego zobowiązuje art. 22 ust. 1 II Dyrektywy, jeżeli system prawa krajowego przewiduje ujawnianie akcji własnych w aktywach – II Dyrektywa Rady Wspólnot Europejskich z 13 grudnia 1976 r. zmierzająca do harmonizacji gwarancji wymaganych w państwach członkowskich od spółek wymienionych w art. 58, ust. 2 traktatu, w celu ochrony interesów akcjonariuszy i osób trzecich, w zakresie tworzenia spółki akcyjnej oraz utrzymywania zmian jej kapitału, DzU z 30 stycznia 1977 r. nr L026, z późn. zm.

⁴² A. O p a l s k i, *Kapitał zakładowy. Zysk. Umorzenie*, Wydawnictwo Prawnicze LexisNexis, Warszawa 2002, s. 217–218.

Założmy, że wynagrodzenie za nabycie akcji wynosi 500. Dla uproszczenia założmy również, że nie występują dodatkowe koszty związane z nabyciem (cena nabycia jest równa wynagrodzeniu) oraz że wartość rynkowa akcji jest równa cenie nabycia. A zatem nabycie akcji własnych będzie skutkowało wzrostem zobowiązań (o 500) oraz wzrostem aktywów (również o 500) (zob. tab. 2).

Tabela 2

Bilans spółki – nabycie akcji własnych

Aktywa		Pasywa	
W tym 500 akcji własnych	2 000	A. Kapitał własny I. Kapitał zakładowy VI. Kapitał rezerwowy z zysku, który może zostać przeznaczony na sfinansowanie umorzenia	500 500
		B. Zobowiązania (w tym 500 z tytułu wypłaty wynagrodzenia za nabyte akcje własne)	1 000
Aktywa razem	2 000	Pasywa razem	2 000

Źródło: jak do tab. 1, s. 34.

Cena nabycia akcji własnych zwiększyła o 500 wartość aktywów spółki, natomiast zobowiązania zostały zwiększone o 500 z tytułu powstania zobowiązania spółki do zapłaty wynagrodzenia akcjonariuszom za nabyte akcje własne.

Rozważmy następnie sytuację, w której spółka wypłaca wynagrodzenie za nabyte akcje własne po dokonaniu nabycia (zob. tab. 3).

Tabela 3

Bilans spółki – wypłata wynagrodzenia za nabyte akcje własne

Aktywa		Pasywa	
W tym 500 akcji własnych	1 500	A. Kapitał własny I. Kapitał zakładowy VI. Kapitał rezerwowy z zysku, który może zostać przeznaczony na sfinansowanie umorzenia	500 500
		B. Zobowiązania (w tym 0 z tytułu wypłaty wynagrodzenia za nabyte akcje własne)	500
Aktywa razem	1 500	Pasywa razem	1 500

Źródło: jak do tab. 1, s. 34.

Zapłata za nabyte akcje własne mogłaby nastąpić nie tylko po ich zakupie, lecz może mieć miejsce przed lub równocześnie z ich przeniesieniem na spółkę.

Ustawa o rachunkowości, począwszy od 1 stycznia 2002 r., nakazywała już umieszczanie akcji własnych w wielkości ujemnej w pasywach spółki (a zatem jako pomniejszenie w oddzielnej pozycji kapitałów własnych A.III. „Akcje własne”). To rozwiązanie ma swoje źródło w wydanych przez Międzynarodowy Komitet Standardów Rachunkowości (IASC) Międzynarodowym Standardzie Rachunkowości nr 32 „Instrumenty finansowe – ujawnianie i prezentacja” oraz Interpretacji Stałego Komitetu Interpretacyjnego (Standing Interpretation Committee – SIC 16). W ich świetle nabycie akcji własnych nie jest traktowane jako nabycie aktywu finansowego.

W § 33 MSR 32 (IAS 32)⁴³ odnajdujemy zapis stanowiący, iż w przypadku nabywania własnych instrumentów kapitałowych przez spółkę, instrumenty te (nabyte udziały lub akcje własne) odejmuje się od kapitału własnego⁴⁴, a nabycie, sprzedaż, emisja lub unicestwienie własnych instrumentów kapitałowych przez jednostkę nie powodują powstania żadnych zysków lub strat w wyniku finansowym spółki. Co więcej, takie udziały czy akcje własne mogą być nabyte i zatrzymane przez jednostkę nabywającą lub inne jednostki będące członkiem skonsolidowanej grupy. W paragrafie tym widnieje również zapis, iż zapłacone lub otrzymane kwoty ujmuje się bezpośrednio w kapitale własnym. Natomiast § 34 MSR 32 narzuca obowiązek ujawniania kwot nabytych akcji (udziałów) zatrzymanych przez jednostkę jako odrębnej pozycji w bilansie lub w informacjach dodatkowych do sprawozdania finansowego, zgodnie z MSR 1 „Prezentacja sprawozdań finansowych”, a w sytuacji, gdy jednostka nabywa własne instrumenty kapitałowe od jednostki powiązanej, winna ona dokonać również ujawnienia zgodnego z MSR 24 „Informacje ujawniane na temat podmiotów powiązanych”. O nabytych akcjach (udziałach) własnych traktuje również § OS36 MSR 32, stanowiąc, iż własnych instrumentów kapitałowych jednostki nie należy zaliczać do aktywów finansowych bez względu na przyczynę ich odkupienia.

Wydana do MSR 32 przez Stały Komitet do spraw Interpretacji Interpretacja SIC 16 w sprawie akcji własnych przyjęła następujące zasady dla ich wyceny i ujmowania:

⁴³ Rozporządzenie Komisji (WE) nr 2237/2004 z dnia 29 grudnia 2004 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1725/2003 przyjmujące pewne międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do MSR nr 32 oraz MFRIC 1.

⁴⁴ Z wyjątkiem sytuacji, w której jednostka posiada udziały w kapitale własnym, działając na rzecz innej osoby – np. instytucja finansowa, która działając na rzecz klienta weszła w posiadanie udziałów w kapitale własnym. Mamy wówczas do czynienia z pośrednictwem, a w związku z tym posiadanych akcji (udziałów) własnych nie obejmuje się bilansem jednostki – patrz § OS36 MSR 32.

- akcje własne należy prezentować w bilansie jako zmniejszenie kapitału własnego,
- nabycie akcji własnych należy prezentować w sprawozdaniu finansowym jako zmianę w kapitale własnym,
- w rachunku zysków i strat nie należy ujmować zysku ani straty z tytułu sprzedaży, emisji lub umorzenia akcji własnych,
- otrzymaną zapłatę z tytułu sprzedaży należy w sprawozdaniu finansowym prezentować jako zmianę w kapitale własnym,
- kwoty zmniejszenia kapitału własnego z tytułu posiadanych akcji własnych należy ujawniać oddzielnie w bilansie lub w informacji dodatkowej.

Powyższe rozwiązania ustawa o rachunkowości określiła w sposób uproszczony, przyjmując, że akcje własne należy ujmować w wartości ujemnej jako składnik kapitału własnego, pomijając wątek wyceny oraz skutków zbycia lub umorzenia akcji własnych.

Od 1 stycznia 2004 r. uchylony został przepis k.s.h. nakazujący tworzenie w spółkach akcyjnych kapitału rezerwowego w wysokości⁴⁵:

- kwoty odpowiadającej wartości nabytych przez spółkę akcyjną akcji własnych według ceny nabycia tych akcji,
- kwoty równej wysokości obniżenia kapitału zakładowego spółki akcyjnej w przypadkach określonych w art. 360 § 2 k.s.h. w kwocie równej łącznej wartości nominalnej umorzonych akcji.

Zmiana ta spowodowała zatem uchYLENIE całego pkt 2a, art. 36 ustawy o rachunkowości, przewidującego obowiązek tworzenia dodatniego kapitału rezerwowego w następstwie nabycia akcji własnych.

Rozpatrując wymogi znowelizowanej ustawy o rachunkowości, ukażemy sposób wykazywania w bilansie spółki nabycie przez nią własnych akcji, a następnie ich umorzenia. Niech bilans spółki w sytuacji wyjściowej wygląda w sposób następujący (zob. tab. 4).

Tabela 4

Bilans spółki – sytuacja wyjściowa

Aktywa		Pasywa	
Aktywa trwale	20 000	kapitał własny, w tym:	50 000
Aktywa obrotowe, w tym:	30 000	– kapitał zakładowy	
– środki pieniężne	30 000	(500 akcji 100 zł)	50 000
Aktywa razem	50 000	Pasywa razem	50 000

Źródło: opracowanie własne.

⁴⁵ S. K o c, T. W a ś l i c k i, *Zakładowy plan kont dla spółek prawa handlowego*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2004, s. 583 (mowa o nowelizacji prawa handlowego oraz o wprowadzeniu pewnych poprawek i uzupełnień do ustawy o rachunkowości – *Ustawa z dnia 12 grudnia 2003 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw*, DzU 2003, nr 229, poz. 2276).

Spółka nabywa 200 szt. akcji po 100 zł. Spowoduje to spadek wartości kapitałów własnych przez wykazanie ujemnej wartości pozycji „A.III. Akcje własne” w kwocie wynoszącej 20 000 zł oraz spadek wartości aktywów, spowodowany zmniejszeniem się stanu środków pieniężnych w takiej samej wysokości (zob. tab. 5).

Tabela 5

Bilans spółki – nabycie akcji własnych

Aktywa		Pasywa	
Aktywa trwałe	20 000	kapitał własny, w tym:	30 000
Aktywa obrotowe, w tym:	10 000	– kapitał zakładowy	50 000
– środki pieniężne (30 000–20 000)	10 000	– akcje własne	–20 000
Aktywa razem	30 000	Pasywa razem	30 000

Źródło: opracowanie własne.

Natomiast umorzenie akcji własnych przez spółkę będzie skutkowało zmniejszeniem kapitału zakładowego (zob. tab. 6).

Tabela 6

Bilans spółki – umorzenie akcji własnych

Aktywa		Pasywa	
Aktywa trwałe	20 000	kapitał własny, w tym:	30 000
Aktywa obrotowe, w tym:	10 000	– kapitał zakładowy	30 000
– środki pieniężne	10 000	– akcje własne	–20 000 + 20 000 = 0
Aktywa razem	30 000	Pasywa razem	30 000

Źródło: opracowanie własne.

Akcje ujęte w pozycji „A.III. Akcje własne” ulegają unicestwieniu w wyniku umorzenia. Operacji tej, mającej charakter czysto księgowy, musi towarzyszyć zbilansowanie „wyzerowania” pozycji A.III przez obniżenie o 20 000 (wartość pozycji A.III) kapitału zakładowego spółki.

Należy podkreślić, iż zarówno poprzednio przyjęty (w kodeksie handlowym i w k.s.h.) system ujmowania akcji własnych w aktywach, jak i rozwiązanie zawarte w znowelizowanej ustawie o rachunkowości są dopuszczalne z punktu widzenia prawa wspólnotowego. Artykuł 2 ust. 1 II Dyrektywy czyni o tym wzmiankę, natomiast według postanowień IV Dyrektywy oba rozwiązania są wyraźnie dopuszczone. Jednakże – jak dowodzą

T. Siemiątkowski i R. Potrzeszcz⁴⁶ – koncepcję ujmowania akcji własnych jako zmniejszenia kapitału własnego, czy ściślej jako ujemną pozycję tego kapitału, należy uznać za zdecydowanie lepszą aniżeli metodę wykazywania akcji własnych w aktywach bilansu z jednoczesnym tworzeniem rezerwy kapitałowej odzwierciedlającej nabycie akcji. Ten drugi sposób zdaje egzamin – jak sugerują cytowani autorzy – jedynie w przypadkach, gdy nabycie odbywa się według z góry – w ramach gospodarki finansowej – przyjętych założeń, a mianowicie, gdy z góry zostaje utworzony kapitał rezerwowy na nabycie akcji własnych i utrzymywany jest tak długo, jak długo akcje własne są w posiadaniu spółki.

W czasie ostatniej zmiany ustawy o rachunkowości dodano art. 36a, regulujący ujęcie skutków umorzenia akcji własnych. Zgodnie z tym artykułem, dodatnią różnicę między wartością nominalną akcji własnych a ceną ich nabycia należy odnieść na kapitał zapasowy, ujemną różnicę należy ująć jako zmniejszenie kapitału zapasowego, a pozostałą część ujemnej różnicy – przewyższającą kapitał zapasowy – jako stratę z lat ubiegłych i opisać w informacji dodatkowej w sprawozdaniu finansowym za rok, w którym nastąpiło obniżenie kapitału zakładowego. Zatem osiągnięte wyniki z tytułu umorzenia akcji własnych nie są odnoszone na wynik finansowy bieżącego okresu, co zapobiega nieuzasadnionemu manipulowaniu wynikiem finansowym przedsiębiorstwa⁴⁷.

Analizując skutki umorzenia akcji własnych, przyjmijmy, iż spółka wyemitowała 5000 szt. akcji o wartości nominalnej 88 zł i emisyjnej 100 zł. Koszty transakcyjne związane z emisją akcji wyniosły 10 000 zł, co można ukazać w sposób następujący (zob. tab. 7).

Tabela 7

Ujęcie emisji akcji

Aktywa		Pasywa	
Środki pieniężne	50 000	kapitał zakładowy	440 000
		kapitał zapasowy	50 000

Źródło: opracowanie własne na podstawie: E. Walińska, *Szczegółowe zasady pomiaru kapitału własnego i wyniku finansowego – kapitał własny*, [w:] E. Walińska (red.), *Rachunkowość i sprawozdawczość finansowa 2005*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2005, s. 813.

Kapitał zapasowy zostanie utworzony ze sprzedaży akcji powyżej ich wartości nominalnej w wysokości 60 000 zł [(100 zł – 88 zł · 5000 szt.)]. Jednakże emisja akcji wiąże się z poniesieniem kosztów, które zgodnie z k.s.h.

⁴⁶ T. Siemiątkowski, R. Potrzeszcz, *Zmiany w kodeksie spółek handlowych – omówienia i komentarz (IV)*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2004, nr 6, www.prawo.lex.pl.

⁴⁷ J. Trzemalski, *Wycena kapitałów w jednostce na dzień bilansowy*, „Buchalter” 2005, nr 10, s. 11.

oraz ustawą o rachunkowości zmniejszają kapitał zapasowy (nadwyżkę ceny emisyjnej nad ceną nominalną akcji) lub w przypadku jej braku stanowią koszty finansowe⁴⁸. Zatem wartość kapitału zapasowego wyniesie 50 000 zł (60 000 zł – 10 000 zł). Natomiast po stronie aktywów nastąpi wzrost środków pieniężnych w wysokości 500 000 zł (100 zł · 5000 szt.).

Spółka posiada niepodzielony wynik z lat ubiegłych (zysk netto) w wysokości 180 000 zł. Zgodnie z wymogami k.s.h., zysk lat ubiegłych oraz zysk bieżącego roku podlega podziałowi przez akcjonariuszy. Analizując art. 348 k.s.h., należy stwierdzić, iż **walne zgromadzenie ma obowiązek podjęcia decyzji dotyczącej** wyniku finansowego bieżącego okresu, jak również **zysków (strat) z lat ubiegłych, uchwalając przynajmniej ich przeniesienie do kapitałów rezerwowych**.

Przyjmijmy zatem, iż walne zgromadzenie akcjonariuszy tej spółki podjęło uchwałę o utworzeniu kapitału rezerwowego z niepodzielonych zysków z lat ubiegłych w wysokości 180 000 zł (zob. schemat 2 – operacja nr 2). Następnie walne zgromadzenie postanowiło podjąć uchwałę o nabyciu przez zarząd własnych akcji w liczbie 1500 szt. oraz uchwałę o umorzeniu 1500 szt. akcji z kapitału rezerwowego. Powstaje zatem pytanie: po jakiej cenie spółka winna nabyć akcje własne?

W myśl art. 417 § 1 k.s.h., wykupu akcji dokonuje się po cenie notowanej na rynku regulowanym, według przeciętnego kursu z ostatnich trzech miesięcy przed powzięciem uchwały lub – gdy akcje nie są notowane na rynku regulowanym – po cenie ustalonej przez biegłego wybranego przez walne zgromadzenie. Osoby, które zamierzają wykupić akcje, winny wpłacić należność równą cenie wszystkich nabywanych akcji na rachunek bankowy spółki w terminie trzech tygodni od dnia ogłoszenia ceny wykupu przez zarząd. Cena wykupu może również zostać ogłoszona na walnym zgromadzeniu. Zadaniem zarządu jest przeprowadzenie wykupu akcji na rachunek akcjonariuszy, którzy pozostawali w spółce w okresie miesiąca od upływu terminu złożenia akcji, nie wcześniej jednak niż po wpłaceniu ceny wykupu.

Przyjmijmy zatem, iż cena, za jaką spółka nabędzie akcje własne, będzie równa cenie emisyjnej (100 zł). Uiszczając kwotę, spółka zwraca akcjonariuszowi wkład wniesiony przez niego bądź jego poprzednika prawnego oraz przypadający na akcję ułamek środków wypracowanych przez spółkę (ewentualnie także ułamek wartości rynkowej przedsiębiorstwa). W zamian spółka uzyskuje wyemitowane przez siebie prawa udziałowe⁴⁹.

⁴⁸ E. W a l i ń s k a, *Szczegółowe zasady pomiaru kapitału własnego i wyniku finansowego – kapitał własny*, [w:] E. W a l i ń s k a (red.), *Rachunkowość i sprawozdawczość finansowa*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2005, s. 812.

⁴⁹ A. O p a l s k i, *Umorzenie i nabycie własnych praw udziałowych*, „Prawo Spółek” 2004, nr 10, s. 17.

Wynagrodzenie za umorzone akcje określono w wysokości 170 000 zł (zob. operacja nr 4). Powstaje pytanie: co może stanowić źródło sfinansowania wynagrodzenia za akcje? W literaturze przedmiotu odnaleźć można różne stanowiska na ten temat – np. J. Trzemzański dowodzi, iż źródłem tym może być zysk netto lub kapitały zapasowe⁵⁰, natomiast M. L. Hyży⁵¹, za art. 360 § 2 pkt 2, podkreśla, że wynagrodzenie to może być wypłacone z kwoty przeznaczonej do podziału między akcjonariuszy. Kwotę tę (K_{dpa}) można ująć za pomocą następującej formuły:

$$K_{dpa} = Z_n + Z_{niepodz} + K_{kz} + K_{kr} - A_{wf} - K_{nkz} - K_{nkr} - S_{tr} - Z_{nd}$$

gdzie:

- Z_n – zysk netto za ostatni rok obrotowy ujęty w zatwierdzonym przez biegłego rewidenta sprawozdaniu finansowym,
- $Z_{niepodz}$ – zyski niepodzielone z lat ubiegłych,
- K_{kz} – kwota przeniesiona z utworzonego z zysku kapitału zapasowego, który przeznaczono na wypłatę dywidendy,
- K_{kr} – kwota przeniesiona z utworzonego z zysku kapitału rezerwowego, który przeznaczono na wypłatę dywidendy,
- A_{wf} – akcje własne nabyte przez spółkę (i przeznaczone do umorzenia),
- K_{nkz} – kwota, która zgodnie z ustawą lub statutem spółki winna być przeznaczona z zysku netto za ostatni rok obrotowy na kapitał zapasowy (co najmniej 8%, dopóki kapitał zapasowy nie osiągnie 1/3 kapitału zakładowego),
- K_{nkr} – kwota, która zgodnie z ustawą lub statutem spółki winna być przeznaczona z zysku netto za ostatni rok obrotowy na kapitał rezerwowy,
- S_{tr} – niepokryte straty z lat ubiegłych,
- Z_{nd} – kwota zaliczki na dywidendę.

Umorzenie będzie dokonywane z utworzonego kapitału rezerwowego spółki⁵².

Księgowania dotyczące umarzania akcji będą przebiegały na siedmiu następujących kontach (zob. schemat 2).

⁵⁰ J. T r z e m z a ł s k i, *op. cit.*, s. 11.

⁵¹ M. L. H y ż y, *Umorzenie udziałów i akcji. Aspekty prawnopodatkowe i księgowo*, „Monitor Rachunkowości i Finansów” 2004, nr 2, s. 26.

⁵² Jest to odmienna sytuacja od tej, warunkowanej przepisami sprzed 1 stycznia 2004 r. nakazującymi tworzenie w spółkach akcyjnych kapitału rezerwowego w wysokości kwoty odpowiadającej wartości nabytych przez spółkę akcyjną akcji własnych według ceny nabycia tych akcji.

141 – Krótkoterminowe aktywa finansowe		240 – Pozostałe rozrachunki	
1) 150 000	150 000 (3)	4) 170 000	150 000 (1) 20 000 (5)
131 – Rachunek bieżący		820 – Rozliczenie wyniku finansowego	
	166 200 (4)	2) 180 000	180 000 BO
220 – Rozrachunki publicznoprawne		815 – Kapitał rezerwowy	
	6 800 (4)	3) 150 000	180 000 (2)
810 – Kapitał zapasowy			
	5) 20 000	50 000	BO

Schemat 2. Sposób księgowania umarzanych akcji w spółce akcyjnej

Źródło: opracowanie własne na podstawie: M. L. H yży, *Umorzenie udziałów i akcji. Aspekty prawnopodatkowe i księgowo*, „Monitor Rachunkowości i Finansów” 2004, nr 2, s. 27–28.

Treść operacji:

- 1) nabycie akcji przez spółkę w kwocie 150 000 zł (1500 szt * 100 zł/szt.),
- 2) przeksięgowanie niepodzielonego zysku z lat ubiegłych na kapitał rezerwowy w kwocie 180 000 zł,
- 3) umorzenie akcji spółki w kwocie 150 000 zł (1500 szt. * 100 zł/szt.) z kapitału rezerwowego,
- 4) wypłata wynagrodzenia akcjonariuszom, których akcje zostały umorzono. Wysokość wynagrodzenia określono na kwotę 170 000 zł. Potrącono podatek w wysokości 19% dochodu w kwocie 3800 zł [$19\% * (170\ 000\ \text{zł} - 150\ 000\ \text{zł})$],
- 5) przeksięgowanie różnicy między ceną nominalną a ceną nabycia w wysokości 20 000 zł (170 000 zł – 150 000 zł).

Zgodnie z art. 36a ustawy o rachunkowości, dodatnią różnicę między wartością nominalną akcji własnych a ceną ich nabycia należy odnieść na kapitał zapasowy (w analizowanym przypadku różnica ta wynosi 20 000 zł – zob. operacja nr 5).

Akcjonariusze, których akcje zostały umorzono, otrzymali wynagrodzenie w kwocie 170 000 zł, przy czym spółka potrąciła podatek w wysokości 19%. Dochód z umorzenia akcji – zgodnie z art. 17 ust. 1 pkt 4 ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych⁵³ – jest traktowany tak jak dywidendy i inne przychody z zysków osób prawnych. Oznacza to, iż jest

⁵³ Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych, DzU 2000, nr 14, poz. 176, z późn. zm.

on opodatkowany podatkiem zryczałtowanym⁵⁴. Chociaż mamy tu do czynienia z podatkiem zryczałtowanym, jest on obliczany od dochodu ustalonego z uwzględnieniem kosztów uzyskania przychodów. Zgodnie z art. 24 ust. 5d ustawy, wprowadzonym od 1 stycznia 2005 r., dochodem z umorzenia akcji (lub udziałów) w spółkach mających osobowość prawną jest nadwyżka przychodu otrzymanego w związku z umorzeniem nad kosztami uzyskania przychodu, obliczonymi zgodnie z art. 22 ust. 1f albo art. 23 ust. 1 pkt 38 (jeżeli nabyliśmy akcje w drodze spadku lub darowizny, koszty należy odnieść do wartości akcji z dnia objęcia spadku lub otrzymania darowizny⁵⁵). Opodatkowanie zryczałtowane różni się od opodatkowania na zasadach ogólnych głównie tym, iż w pierwszym przypadku podatek jest pobierany przez płatnika (np. spółkę dokonującą umorzenia), a sam podatnik nie bierze udziału w jego obliczaniu. Stawka w obu sytuacjach (od niedawna) jest taka sama i wynosi 19%, przy czym należy podkreślić, iż pierwszy z wymienionych podatków ma charakter podatku zryczałtowanego, a drugi podatku liniowego⁵⁶.

6. ZAKOŃCZENIE

Zarówno wypłata dywidendy, jak i odkup akcji własnych przez spółkę mają istotny wpływ na kształtowanie się całkowitego zwrotu dla właścicieli (*TSR*), jak i ekonomicznej wartości dodanej dla właścicieli (*SEVA*). W ostatnich latach w polskim prawie handlowym oraz prawie bilansowym można zaobserwować istotne zmiany uregulowań dotyczące zarówno wypłaty dywidendy, jak i wykupu akcji własnych przez spółki akcyjne. Nowelizacja k.s.h. w sposób kompleksowy uporządkowała dotychczasowy stan prawny, określając miejsce własnych praw udziałowych w bilansie spółki i sposób ich wyceny, wpływ nabycia akcji własnych na wysokość dywidendy i spłaty umorzeniowej, a także bilansowe skutki zbycia i umorzenia tych akcji. Z nowelizacją k.s.h. związana jest również zmiana ustawy o rachunkowości, polegająca przede wszystkim na dodaniu art. 36a, regulującego ujęcie skutków umorzenia akcji własnych. Wspomnieć należy również o zmianie sposobu opodatkowania dochodów z umorzenia akcji, traktowanych zgodnie z art. 17 ust. 1 pkt 4 ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, jak dywidendy i inne przychody z zysków osób prawnych.

⁵⁴ R. M o r a w s k i, *Sprzedaż sprzedaży nierówna*, „Rzeczpospolita”, 28 kwietnia 2005, s. 4.

⁵⁵ R. M o r a w s k i, *Jak sobie poradzić*, „Rzeczpospolita”, 28 kwietnia 2005, s. 5.

⁵⁶ O pewnych nieścisłościach w przepisach dotyczących umorzenia akcji wspominają np. P. R o c h o w i c z, *Anonimowy podatnik*, „Rzeczpospolita”, 11 maja 2005, s. C1; R. K o w a l s k i, *Dochód czy przychód, oto jest pytanie*, „Dobra Firma”, dodatek do „Rzeczpospolitej”, 14 kwietnia 2005, s. 3.

Agnieszka Natasza Duraj

DIVIDENDS PAYMENTS, THE BUY-BACK PRACTICE AND THE VALUE OF AN ENTERPRISE

The main goal of this paper is to present the essence of share repurchase and dividend policy at the public companies and their influence on the value of an enterprise.

The buyback can be considered as a form of dividend payout. Implementation of the dividend policy in joint stock companies listed on the Stock Exchange is a resultant of many diverse factors, which have their roots in the situation prevailing in the products and service markets, the company's financial and property situation and its profitability.

Moreover in this paper is presented the market reaction to stock repurchase programs and dividend initiation, as well how to show the share repurchase in the financial statement of an enterprise – especially in the balance sheet – according to polish accounting law.