

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 326

Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka

Redaktorzy naukowi
Adam Kopiński, Agnieszka Bem



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2014

Redaktor Wydawnictwa: Jadwiga Marcinek
Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz
Korektor: Barbara Łopusiewicz
Łamanie: Małgorzata Czupryńska
Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:
www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,
w Dolnośląskiej Bibliotece Cyfrowej www.dbc.wroc.pl,
The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,
a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon
http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się
na stronie internetowej Wydawnictwa
www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2014

ISSN 1899-3192
ISBN 978-83-7695-412-7

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	9
Iwona D. Czechowska: Kondycja gospodarstw domowych i konsumentów (60+) oraz uwarunkowania rynkowe ich zachowań	11
Joanna Duda: Działalność finansowa i inwestycyjna polskich MSP w kontekście międzynarodowym	21
Ewa Dziawgo: Hybrydowa opcja collar – analiza własności	35
Anna Feruś: Rola i znaczenie metody granicznej analizy danych w szacowaniu ryzyka kredytowego przedsiębiorstw	49
Beata Guziejewska: Polityka kształtowania dochodów samorządu terytorialnego w świetle wybranych koncepcji teoretycznych.....	60
Marcin Jamroży, Agnieszka Kopeć, Stephan Kudert: Opodatkowanie opcji pracowniczych w relacji polsko-niemieckiej.....	71
Jacek Jaworski: Luki w zarządczych informacjach finansowych a zmiany przychodów i zysków małych przedsiębiorstw w Polsce. Wyniki badań...	82
Marta Kacprzyk: Kierunki zmian marży zysku operacyjnego spółek wchodzących na rynek regulowany GPW w Warszawie	93
Jerzy Kitowski: Metody oceny kondycji finansowej przedsiębiorstw budowlanych.....	104
Marzena Krawczyk: Wydatki przedsiębiorstw na działalność badawczo-rozwojową a pomiar innowacyjności	115
Jarosław Kubiak: Ryzyko kredytowe a wykorzystanie długu krótkoterminowego przez przedsiębiorstwa.....	123
Agnieszka Kuś, Magdalena Hodun: Determinanty kształtowania się wskaźnika EPS wybranych spółek przemysłu spożywczego i metalowego – ujęcie modelowe	133
Justyna Łukomska-Szarek: Operacyjna i całkowita zdolność do rozwoju samorządów terytorialnych państw Grupy Wyszehradzkiej.....	143
Przemysław Panfil: Czy Polsce potrzebny jest Pakt Fiskalny?	154
Agnieszka Pawłowska: Identyfikacja zagrożeń związanych z ryzykiem przerwy w działalności gospodarczej małych i średnich przedsiębiorstw.....	163
Joanna Pawłowska-Tyszko, Michał Soliwoda: Stan rozwoju rolnictwa a system podatkowy wybranych państw UE	171
Agnieszka Perepeczo: Reakcja inwestorów na decyzje o wypłacie dywidendy a kryzys finansowy	184

Aleksandra Pieloch-Babiarz: Wysokość pieniężnych wypłat dywidendy a kształtowanie się kursu giełdowego akcji spółek w pierwszym dniu notowań „Bez dywidendy”	196
Artur Sajnog: Wpływ kapitalizacji rezerw na długookresową rentowność publicznych spółek giełdowych.....	209
Maria Sierpińska: Zastosowanie nettingu w rozliczeniach wewnątrz korporacyjnych.....	222
Agata Sierpińska-Sawicz: Alternatywne do akcji formy lokowania kapitału i ich stopy zwrotu.....	232
Dariusz Siudak: Analiza czasu trwania faz procesu migracji wartości przedsiębiorstw	243
Dorota Starzyńska, Wacława Starzyńska: Przedsiębiorstwa z kapitałem zagranicznym na rynku zamówień publicznych w Polsce. Analiza porównawcza z firmami krajowymi.....	259
Małgorzata Szalucka: <i>Joint venture versus</i> samodzielne prowadzenie działalności poza granicami kraju – doświadczenia polskich inwestorów bezpośrednich.....	271
Stanisław Urbański, Maciej Winiarz, Kacper Urbański: Ocena zarządzania polskimi funduszami Inwestycyjnymi w latach 2000-2011	284
Aldona Uziębło: Ujęcie działalności finansowej w rachunku przepływów pieniężnych a weryfikacja prawidłowości sprawozdania finansowego.....	296
Stanisław Wieteska: Ubezpieczenie odpowiedzialności cywilnej wprowadzającego sprzęt elektryczny i elektroniczny	306
Anna Wildowicz-Giegiel: Zdolność konkurencyjna a rentowność przedsiębiorstw w Polsce w latach 2001-2010	318
Radosław Witczak: Odzyskanie VAT naliczonego w podmiotach leczniczych	328
Elżbieta Wrońska-Bukalska: Wykup akcji własnych i dywidenda jako narzędzia obrony przed wrogim przejęciem.....	336
Stefan Wrzosek: Krytyka wybranych propozycji dotyczących rachunku efektywności inwestycji rzeczowych	344
Dariusz Zawadka: Wpływ kryzysu na rynkach finansowych na kondycję europejskich alternatywnych systemów obrotu.....	353
Danuta Zawadka, Agnieszka Strzelecka: Struktura terminowa zobowiązań przedsiębiorstw rolniczych z tytułu kredytu bankowego – ujęcie porównawcze	365
Beata Zyznarska-Dworczak: Zintegrowane instrumentarium rachunkowości zarządczej kluczem do zarządzania kosztami we współczesnym przedsiębiorstwie	377

Summaries

Iwona D. Czechowska: The condition of households and consumers (60+) and market factors of their behaviour	20
Joanna Duda: Financial and investment activity of Polish SMEs in the international context	34
Ewa Dziawgo: Hybrid options collar – the analysis of properties	48
Anna Feruś: Role and importance of Data Envelopment Analysis method for the estimation of companies' credit risk	59
Beata Guziejewska: Local government revenues policy in the light of selected theoretical concepts.....	70
Marcin Jamróży: Taxation of employee stock options in the German-Polish relations.....	81
Jacek Jaworski: Gaps in managerial financial information and changes of revenue and profit in small enterprises in Poland. Research results.....	92
Marta Kacprzyk: Trends in changes of operating profit margin of companies which are going public and getting listed on the Warsaw Stock Exchange	103
Jerzy Kitowski: Assessment methods of building enterprises financial standing	114
Marzena Krawczyk: Expenditures of enterprises on research and development activity versus measurement of innovation	122
Jarosław Kubiak: Credit risk and the use of short-term debt by companies ..	132
Agnieszka Kuś, Magdalena Hodun: Determinants of shaping the EPS rate of some companies of food and metal industry – model approach	142
Justyna Łukomska-Szarek: Operational and overall capability of Visegrád Group countries to develop local governments	153
Przemysław Panfil: Does Poland need Fiscal Compact?.....	162
Agnieszka Pawłowska: Identification of hazards of business interruption risk in small and medium sized enterprisers.....	170
Joanna Pawłowska-Tyszko, Michał Soliwoda: State of agricultural development vs. tax systems in selected EU countries	183
Agnieszka Perepeczo: The reaction of investors to changes in the dividend policy and the financial crisis	195
Aleksandra Pieloch-Babiarz: Amount of cash dividend payments and the „ex-dividend” day return's formation	208
Artur Sajnog: The impact of capitalization of reserves on long-term profitability in public quoted companies.....	221
Maria Sierpińska: The use of netting in accounts settlements within the corporation	231
Agata Sierpińska-Sawicz: Alternative to stocks forms of capital investing and their rates of return.....	242

Dariusz Siudak: The duration analysis of enterprises' value migration stages.....	258
Dorota Starzyńska, Wacława Starzyńska: Enterprises with foreign capital on the public procurement market in Poland. Comparative analysis with domestic firms.....	269
Małgorzata Szalucka: <i>Joint venture versus solo venture</i> outside the country – experience of Polish direct investors	283
Stanisław Urbański, Maciej Winiarz, Kacper Urbański: Evaluation of the management of Polish investment funds in the last decade	295
Aldona Uziębło: Including the financial activity in the account of cash flows and verification of the correctness of financial statement.....	305
Stanisław Wieteska: Liability insurance of companies introducing electrical and electronic equipment.....	317
Anna Wildowicz-Giegiel: Competitive ability and profitability of enterprises in Poland in the years 2001-2010	327
Radosław Witczak: Factors influencing the possibility of receiving the input tax in health care unites – chosen issues	335
Elżbieta Wrońska-Bukalska: Shares repurchases and dividend payout as methods of defense against hostile takeovers.....	343
Stefan Wrzosek: Critique of chosen propositions regarding real investment efficiency calculation	352
Dariusz Zawadzka: Impact of the financial markets crisis on the alternative European investment markets' standing	364
Danuta Zawadzka, Agnieszka Strzelecka: Term structure of agricultural companies' bank loan liabilities – comparative approach.....	376
Beata Zyznarska-Dworczak: Integration of management accounting instruments for cost management in modern enterprise.....	385

Elżbieta Wrońska-Bukalska

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

WYKUP AKCJI WŁASNYCH I DYWIDENDA JAKO NARZĘDZIA OBRONY PRZED WROGIM PRZEJĘCIEM

Streszczenie: Celem opracowania jest przedstawienie roli i znaczenia wykupów akcji własnych i dywidend jako narzędzi wykorzystywanych w procesie obrony przed wrogim przejęciem. Na podstawie przeprowadzonej analizy empirycznej możliwe jest stwierdzenie, że wykupy akcji i deklaracja wypłaty dywidendy są jedną z wielu metod obrony przed wrogim przejęciem. Analizowane metody są jednak niezwykle kosztowne dla spółki, powodują bowiem wypływ znaczącego strumienia gotówki z firmy. Zastosowanie ich może prowadzić do istotnego osłabienia poziomu płynności finansowej, która jest kluczowa w okresach spójności gospodarczej.

Słowa kluczowe: wykup akcji, dywidendy, wrogie przejęcia, fuzje i przejęcia.

1. Wstęp

Celem opracowania jest przedstawienie roli i znaczenia wykupów akcji własnych i dywidend jako narzędzi wykorzystywanych w procesie obrony przed wrogim przejęciem. Wykupy akcji własnych i dywidendy są traktowane jako alternatywne formy transferu gotówki na rzecz akcjonariuszy. Dlatego też autorka niniejszego opracowania uznała, że warto zbadać, czy również w przypadku obrony przedsiębiorstwa narzędzia te uzupełniają się, czy stanowią substytucję.

Dla realizacji celu niniejszego opracowania poddano empirycznej weryfikacji hipotezę, że wykupy akcji własnych i dywidendy stanowią alternatywną formę obrony przedsiębiorstwa przed wrogim przejęciem. By zweryfikować tę hipotezę, analizie poddano notowane na GPW w Warszawie spółki akcyjne, które w latach 2004-2012 były przedmiotem wrogiego przejęcia. Na przykładzie badanej grupy zostanie przeprowadzona pogłębiona analiza narzędzi obrony, ze szczególnym uwzględnieniem wykupu akcji własnych i dywidend. Metodą empirycznej weryfikacji hipotezy będzie analiza raportów bieżących spółek wchodzących w skład badanej próby.

2. Istota wrogiego przejęcia i metod obrony

Możliwą drogą rozwoju przedsiębiorstwa, alternatywną dla wewnętrznego jego wzrostu, jest rozwój zewnętrzny. W jego ramach podmiot dąży do umacniania swojej pozycji na rynku i zwiększenia wartości poprzez szeroko rozumianą współpracę z innymi podmiotami. Wzrost zewnętrzny może przyjmować formy nabycia udziałów bądź pakietu akcji w przedsiębiorstwie, połączenia się z innym podmiotem czy aliansów strategicznych [Adamczyk 2003, s. 991]. Z jednej strony uważa się, że procesy fuzji i przejęć nasilają się w okresie dobrej koniunktury gospodarczej – z badań wynika, że więcej M&A (Merger and Acquisition) występowało właśnie wówczas [Prawdzik, Wądołowska 2010, s. 85]. Z drugiej strony sądzi się, że fuzje i przejęcia są równie częste w latach kryzysu, kiedy to atrakcyjne firmy stają się relatywnie tanie.

W literaturze dotyczącej tematyki procesów fuzji i przejęć spotyka się różne metody klasyfikacji połączeń [Kraciuk 2010, s. 36]. Jedną z nich są stosunki panujące pomiędzy łączącymi się podmiotami. Przy zastosowaniu tego kryterium wyróżnić można połączenia o charakterze przyjaznym i tzw. wrogie przejęcia. Połączenia przyjazne mają miejsce wtedy, gdy zarząd spółki wyraża zgodę na sprawowanie władzy i kontroli nad podmiotem przez nowego właściciela. Połączenia wrogie występują wtedy, gdy przeniesienie własności oraz kontroli nad spółką następuje bez przychylności dotychczasowego zarządu [Herdan, Antolak 2005, s. 20]. Takie podejście do definiowania wrogiego przejęcia sprawia, że ewentualna obrona przed wrogim przejęciem staje się głównie zadaniem zarządu [Jenkinson, Mayer 1998, s. 6].

Pojęcie wrogiego przejęcia można też stosować w odniesieniu do sposobu oraz celu przejęcia kontroli nad spółką [Szymański, Nogalski 2011, s. 55]. Wrogi sposób to przejęcie wbrew woli dotychczasowego posiadacza pakietu kontrolnego i/lub wbrew woli zarządu. Dochodzi wówczas do zmiany w poziomie i strukturze kontroli nad spółką. Natomiast wrogi cel przejęcia spółki związany jest z naruszeniem interesów pozostałych akcjonariuszy, samej spółki, pracowników i zarządu, kooperantów. Dotyczy to sytuacji, gdy spółka jest wykorzystywana jako narzędzie poprawy sytuacji rynkowej i finansowej podmiotu przejmującego (np. czerpanie przez spółkę przejmującą korzyści z tytułu sprzedaży spółce usług doradczych, uzyskiwania pożyczek ze środków spółki przejmowanej). W szerszym rozumieniu pojęcia wrogiego przejęcia metody obrony stosowane są nie tylko przez zarząd, ale też przez dotychczasowych właścicieli i radę nadzorczą.

Metody obrony przed wrogim przejęciem mogą być stosowane przed złożeniem oferty przejęcia oraz po złożeniu takiej oferty. W działaniach stosowanych przed złożeniem oferty przejęcia chodzi o zniechęcenie potencjalnych podmiotów przejmujących. Można do nich zaliczyć ochronę o charakterze strukturalnym i technicznym [Jenkinson, Mayer 1998, s. 24]. Najłatwiejszym sposobem obrony przed ogłoszeniem zamiaru koncentracji jest utrzymywanie większościowego pakietu akcji (51% akcji jest w posiadaniu właścicieli lub zjednoczonej grupy inwestorów). W umowach i statucie można [Helin i in. 2010, s. 69]: ograniczyć zbywalność akcji

poprzez emisję akcji imiennych, a nie na okaziciela; stosować „zatrute pigułki”, stosować zapisy zapewniające „złote spadochrony”. Jedną z technik ochrony spółki może być zwiększanie jej wielkości, gdyż duże podmioty są trudne do przejęcia. Warto też, by spółka dbała o stałe podtrzymywanie poparcia inwestorów poprzez stosowanie relacji inwestorskich czy nawet *public relations*.

Do technik obronnych stosowanych po złożeniu oferty przejęcia zaliczane są [Helin i in. 2010, s. 69; Szymański, Nogalski 2011, s. 132]:

1) finansowe, takie jak: wykup akcji własnych, nowa emisja akcji, deklaracja wypłaty znacząco wysokiej dywidendy, publikowanie korzystnych prognoz finansowych, zmiana struktury finansowania poprzez zwiększenie zadłużenia, utrzymywanie niskiej płynności finansowej, zbycie aktywów atrakcyjnych z punktu widzenia przejmującego;

2) kontakty z inwestorami poprzez stosowanie *public relations*; list do inwestorów stanowiący odpowiedź na wezwanie, dyskredytujący ofertę przejęcia; odwołanie się do władz państwowych z prośbą o ochronę, odwołanie się do sądu czy organów publicznych (UOKiK, GPW, KNF);

3) biały rycearz, czyli poszukiwanie inwestora, który złoży kontrpropozycję wykupu akcji spółki w celu zdobycia kontrolnego pakietu akcji;

4) pacman, czyli wykupowanie pakietów akcji spółki ogłaszającej zamiar przejęcia przez spółkę będącą potencjalnym przedmiotem przejęcia w celu osiągnięcia kontroli nad spółką przejmującą przez spółkę przejmowaną.

Warto zwrócić uwagę, że jednoczesne zastosowanie różnych technik obrony zwiększa skuteczność działań obronnych. Należy też pamiętać, że dobór technik zależy od specyfiki sytuacji [Szymański, Nogalski 2011, s. 11].

3. Znaczenie wykupów akcji i wypłat dywidend w procesie obrony przed wrogim przejęciem

Wykupy akcji własnych wiążą się ze skupieniem akcji przez spółkę, która wcześniej je wyemitowała. Spółka staje się więc właścicielem wyemitowanych przez siebie akcji. W anglojęzycznej literaturze działania takie są nazywane *share repurchase* lub *buy-back*. Wykup akcji własnych wykorzystywany w celu obrony spółki przed wrogim przejęciem będzie skutkował ograniczeniem liczby tych walorów w obrocie. W efekcie zmniejszy się liczba akcji, które dostępne będą dla podmiotu przejmującego. Ale należy też się liczyć z tym, że zmniejszenie liczby akcji w obiegu może skutkować wzrostem ich kursu giełdowego, przez co oferta cenowa podmiotu przejmującego może przestać być atrakcyjna dla aktualnych akcjonariuszy [Szymański, Nogalski 2011, s. 138].

Spółka, która dokonała wykupu akcji, może dokonać ich umorzenia (a więc trwałego unicestwienia bytu papieru wartościowego) lub też dalszej ich odsprzedaży. W przypadku obrony przed wrogim przejęciem dalsza odsprzedaż mogłaby być

dokonana na rzecz osób lojalnych i zaufanych zarządowi, którzy nie skorzystają z oferty podmiotu przejmującego [Pieloch 2011].

Dokonując wykupu akcji własnych, spółka winna dokonać zapłaty za skupione od akcjonariuszy akcje, a cena powinna być bardziej atrakcyjna niż oferowana przez spółkę przejmującą, by skup akcji mógł dojść do skutku. Zjawisko takie prowadzi do zmniejszenia z jednej strony zasobów gotówki znajdujących się w posiadaniu spółki – obiektu przejęcia. Sytuacja ta może powodować, że spółka taka staje się mniej atrakcyjna dla podmiotu przejmującego [Szymański, Nogalski 2011, s. 138]. Jednocześnie wykup akcji własnych i ich jednoczesne umorzenie powoduje zmniejszenie wartości i udziału kapitałów własnych w kapitałach ogółem i zwiększenie udziału kapitału dłużnego. To również może zniechęcić potencjalnego nabywcę do przejęcia spółki.

Wykup akcji można powiązać z emisją nowych akcji dla dotychczasowych akcjonariuszy (bez wyłączenia prawa poboru). Działanie takie prowadzi do zwiększania liczby akcji i udziału dotychczasowych akcjonariuszy w strukturze głosów na walnym zgromadzeniu (szczególnie gdy są emitowane akcje uprzywilejowane co do głosu). Emisja nowych akcji ma na celu wzmocnienie kontroli nad spółką przez dotychczasowych akcjonariuszy.

Przy deklaracjach wypłaty znacząco wysokiej dywidendy można osiągnąć dwa cele: zatrzymać aktualnych inwestorów, zachęcić ich do zachowania stanu posiadania akcji spółki i niereagowania na ofertę spółki przejmującej [Szymański, Nogalski 2011, s. 144], ale także doprowadzić do wyzbycia się gotówki i przedstawienia sytuacji podmiotu atakowanego jako potencjalnie nieatrakcyjnego.

Możliwa też jest wypłata dywidendy w postaci akcji, gdzie prawo do objęcia akcji opłacane jest środkami pochodzącymi z otrzymanej dywidendy. Polega ona na przekazaniu całości zysku przeznaczonego na wypłatę dywidendy na poczet kapitału podstawowego, w celu zwiększenia liczby akcji posiadanych przez akcjonariuszy proporcjonalnie do już posiadanych przez nich akcji [Sierpińska 1999, s. 62].

W ostatnich latach zwiększyło się zainteresowanie stosowaniem wykupów akcji. W wyniku badań pojawił się wniosek, że wykupy akcji stanowią substytucję wypłat dywidend [Bagwell, Shoven 1989; Grullon, Michaely 2002; Duraj 2008; Horbaczewska 2012]. Jednak w opinii autorki niniejszego opracowania wykup akcji może być alternatywą dla dywidendy tylko wtedy, gdy spełnia te same cele i prowadzi do takich samych skutków, jak wypłata dywidendy. Wykorzystywanie wykupu akcji własnych jest zgodne z teorią substytucji tylko wówczas, gdy możliwe jest alternatywne stosowanie wykupu akcji własnych oraz dywidendy dla osiągnięcia tego samego celu. Należy więc sprawdzić, czy substytucyjne traktowanie dywidendy i wykupów akcji może mieć miejsce także w innych przypadkach, np. w sytuacji obrony spółki przed wrogim przejęciem.

4. Wykupy akcji i wypłaty dywidend jako metody obrony przed wrogiem przejęciem stosowane przez spółki z GPW

Analizie poddano lata 2004-2012 z uwagi na fakt, że w roku 2004 weszła w życie nowelizacja Kodeksu spółek handlowych, która spowodowała, że wykupy akcji własnych mogą być łatwiej stosowane i wykorzystywane częściej niż dotychczas. W analizowanym okresie na GPW w Warszawie wystąpiła zarówno hossa, jak i kryzys finansowy. Zbadano 7 notowanych na GPW spółek, które w omawianym czasie stały się obiektem przejęcia (które można nazwać wrogiem). Tabela 1 prezentuje podstawowe informacje na temat zastosowanych metod obrony.

Tabela 1. Wykaz podmiotów będących obiektem wrogiego przejęcia w latach 2004-2012 wraz ze wskazaniem zastosowanych metod obrony

Przejmowany	Przejmujący, rok, skuteczność przejęcia	Zastosowane metody obrony przed wrogiem przejęciem
W. Kruk	Vistula & Wólczanka, 2008, tak	<ul style="list-style-type: none"> – poszukiwanie białego rycerza – rozważanie kontrzewzania – wykup akcji w celu umorzenia – <i>public relations</i> – <i>pacman defense</i>
Sfinks	Amrest, 2008, nie	<ul style="list-style-type: none"> – <i>public relations</i> – kontrzewzanie
Bogdanka	NWR, 2010, nie	<ul style="list-style-type: none"> – <i>public relations</i> – korekta prognozy wyników – odwołanie do władz państwowych (Skarbu Państwa)
CEDC	Osoba fizyczna, 2011, nie	<ul style="list-style-type: none"> – wypłata dywidendy w postaci akcji
Emperia	Eurocash, 2012, nie	<ul style="list-style-type: none"> – wykup akcji własnych w celu ich umorzenia – podwyższenie kapitału podstawowego – korekta prognozy wyników – zapowiedź hojnego programu dywidend
Sygnity	Assecco, 2012, nie	<ul style="list-style-type: none"> – korekta prognozy wyników – <i>public relations</i>
Azoty Tarnów	Acron, 2012, nie	<ul style="list-style-type: none"> – podwyższenie kapitału zakładowego – odwołanie do władz państwowych (Skarbu Państwa) – projekt połączenia z Zakładami Azotowymi w Puławach

Źródło: opracowanie własne, na podstawie analizy raportów bieżących badanych spółek.

Z powyższego zestawienia wynika, że wykup akcji zastosowały tylko dwie spółki (W. Kruk oraz Emperia). Również zapowiedź wypłaty hojnych dywidend czy wypłatę dywidend wykorzystały dwie spółki (CEDC oraz Emperia). Można więc stwierdzić, że zarówno deklaracja wypłaty dywidendy, jak i wykup akcji własnych nie stanowią dominującego instrumentu w ramach obrony przed wrogiem przejęciem.

Badane spółki stosowały zróżnicowany zakres obrony, wykorzystując jednocześnie kilka metod.

Spółka W. Kruk zapowiedziała użycie wykupu akcji własnych. Jednak w praktyce główny właściciel nie wdrożył tego rozwiązania, doprowadzając do zbycia akcji na rzecz Vistuli, a następnie koncentrując się na przejęciu Vistuli celem odzyskania władzy nad W. Kruk. CEDC zrealizowała wypłatę dywidendy w akcjach. Nowo wyemitowane akcje rozdystrybuowano wśród dotychczasowych akcjonariuszy i opłacono środkami pochodzącymi z wypłaty dywidendy przez CEDC. W ten sposób zwiększono liczbę akcji w obiegu, ale też zwiększył się stan posiadania akcjonariuszy bez wydatkowania przez nich środków pieniężnych na nabycie dodatkowego pakietu akcji. Działanie takie miało na celu z jednej strony pozyskanie przychylności aktualnych inwestorów (poprzez zwiększenie stanu ich posiadania opłaconego ze środków spółki), ale też utrudnienie osobie składającej ofertę pozyskanie wystarczającego pakietu akcji (poprzez zwiększenie ich ogólnej liczby); doprowadziło także do zmniejszenia stanu gotówki w posiadaniu spółki, co miało zmniejszyć atrakcyjność potencjalnego przejmowanego.

Ze względu na fakt, że Emperia zastosowała jednocześnie wykup akcji własnych i dywidendę, warto przyjrzeć się bliżej procesowi obrony tej spółki. We wrześniu 2010 r. zarząd Eurocashu złożył propozycję połączenia. W tym samym dniu zarząd Emperii odrzucił tę ofertę, rekomendując to samo akcjonariuszom. W ciągu tygodnia zarząd przygotował działania i opublikował informacje na temat programu obrony. Emperia przyjęła, że zamierza skupić akcje własne reprezentujące 25% kapitału własnego za 500 mln zł, co oznaczało, że miała płacić za jedną akcję nawet 132 zł. W tym czasie analitycy wyceniali akcje od 56 zł do 100 zł. Średnia cena giełdowa z trzech miesięcy poprzedzających złożenie przez Eurocash oferty kształtowała się na poziomie 84 zł [Romanowski 2010]. Wraz z decyzją o wykupie akcji własnych postanowiono wyemitować 755 758 nowych akcji z wyłączeniem prawa poboru po cenie emisyjnej 86 zł. Możliwe zatem byłoby zbycie przez akcjonariusza akcji na rzecz spółki po cenie np. 100 zł, a następnie wydatkowanie uzyskanych ze sprzedaży środków na zakup akcji nowej emisji po cenie 86 zł. W efekcie mogło to prowadzić do zachowania stanu posiadania przez akcjonariusza takiego samego wolumenu akcji i dysponowanie gotówką wynikającą z różnicy między ceną, po jakiej spółka skupiła akcje własne, a ceną zapłaconą przez akcjonariusza za nowe akcje.

Ponadto spółka przewidziała, że w przyszłości przeznaczać będzie ok. 40% zysku netto na wypłaty dywidend. Jednocześnie spółka opublikowała skorygowane prognozy finansowe wyrażające dynamiczną poprawę jej sytuacji finansowej: osiągnięcie 6 mld zł przychodów i 89 mln zysku netto w 2010 r. oraz 8 mld przychodów i 172 mln zysków netto w 2012 r. (wobec 1,6 mld zł przychodów i 70 mln zł zysku netto w 2009 r.). Informacja o zwiększonych wypłatach dywidendy wraz z korektami prognoz miała na celu przekonanie akcjonariuszy o potencjale spółki oraz możliwych wysokich dochodach akcjonariuszy, jeśli tylko zdecydują nie odsprzedawać swoich akcji. Podjęte przez zarząd Emperii spójne działania jednoznacznie dowo-

dzą, że ich celem było zadowolenie akcjonariuszy i spowodowanie, by nie sprzedawali akcji.

Kurs akcji spółki Emperia po ogłoszeniu zamiaru połączenia oraz negatywnej odpowiedzi zarządu na ten zamiar poszybował w krótkim czasie do poziomu znacznie przekraczającego 100 zł. Poziom ten utrzymywał się do końca maja 2012 r. Dotychczasowi właściciele pozytywnie ocenili działania obronne, co znalazło odzwierciedlenie we wzroście kursu akcji i utrzymywaniu go na wysokim poziomie przez relatywnie długi czas. Wysoki kurs giełdowy spowodował, że przejęcie stało się nieopłacalne dla Eurocashu.

Spółka w 2011 r. przeznaczyła 63% zysku za rok 2010 na wypłatę dywidendy, co odpowiadało 2,63 zł na jedną akcję. W 2012 r. wypłaciła z zysku za rok 2011 dywidendę w wysokości 99,9%, czyli 56,41 zł na jedną akcję. W marcu 2012 r. spółka zakończyła skup akcji własnych; w jego wyniku nabyła łącznie 620 015 akcji własnych, dających prawo do 4,102% głosów na walnym zgromadzeniu. Rynkowa wartość akcji własnych spółki w dniu zakończenia programu sięgała 60 mln zł.

5. Podsumowanie

Z przeprowadzonej analizy wynika, że wykupy akcji i deklaracja wypłaty dywidendy są jedną z wielu metod skutecznej obrony przed wrogim przejęciem. Metody te są jednak niezwykle kosztowne finansowo dla spółki i może prowadzić do osłabienia płynności finansowej, zmniejszając atrakcyjność przejmowanego podmiotu. Jednak jest to działanie bardzo ryzykowne, gdyż płynność finansowa jest kluczowa dla przetrwania podmiotu w okresie spowolnienia gospodarczego.

W przypadku Emperii wykup akcji i dywidendę można uznać za uzupełniające się metody obrony przed wrogim przejęciem. Ze względu jednak na brak na rynku polskim większej liczby spółek stosujących te metody trudno jest prowadzić badania, które jednoznacznie pozwolą zweryfikować postanowioną we wstępie artykułu hipotezę.

Literatura

- Adamczyk J., *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw w warunkach globalizacji*, [w:] *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa – aktualny stan i perspektywy rozwoju*, red. E. Urbańczyk, Wydawnictwo KREOS, Szczecin 2003.
- Bagwell L., Shoven J., *Cash Distribution to Shareholders*, "Journal of Economic Perspectives" 1989, vol. 3.
- Duraj A.N., *Rezerwy a strategie finansowe publicznych spółek akcyjnych*, Wydawnictwo UŁ, Łódź 2008.
- Grullon G., Michaely R., *Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis*, "The Journal of Finance" 2002, vol. 57.
- Herdan A., Antolak L., *Połączenia przedsiębiorstw. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Księgarnia Akademicka, Kraków 2005.

- Helin A., Zorde K., Bernaziuk A., Kowalski R., *Fuzje i przejęcia spółek kapitałowych*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Horbaczewska B., *Wyплаты dla akcjonariuszy a wycena akcji na rynku kapitałowym*, Cedewu, Warszawa 2012.
- Jenkinson T., Mayer M., *Wrogie przejęcia na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Liber, Warszawa 1998.
- Kraciuk J., *Rola fuzji i przejęć w procesach koncentracji w polskim przemyśle spożywczym*, Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2010.
- Pieloch A., *Wypłaty akcji własnych jako sposób obrony przed wrogim przejęciem na przykładzie spółek notowanych na GPW w Warszawie*, Acta Universitatis Lodzensis, Folia Oeconomica nr 256, Wydawnictwo UŁ, Łódź 2011.
- Prawdzik A., Wądołowska M., *Poziom koniunktury a fuzje i przejęcia*, [w:] *Konkurencyjność przedsiębiorstw w obliczu procesów globalizacyjnych*, red. A. Sadowski, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2010.
- Romanowski M., *Granice obrony przed przejęciem – na przykładzie Emperii i Eurocashu*, www.parkiet.pl, dostęp: 12.10.2010.
- Szymański M., Nogalski B., *Obrona przed wrogim przejęciem. Jak ochronić swój biznes*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
- Sierpińska M., *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa 1999.

SHARES REPURCHASE AND DIVIDEND PAYOUT AS METHODS OF DEFENSE AGAINST HOSTILE TAKEOVERS

Summary: The aim of this article is to analyze the role of own shares repurchase and dividend payout as methods of defense against hostile takeovers. Based on empirical study it is possible to state that share repurchase and dividend payout are one of many methods that might be used while defending a company. The analyzed methods are effective and at the same time costly for the company. They result in cash outflow, but cash is important in the time of financial crisis.

Keywords: repurchase of shares, dividends, hostile takeovers, mergers and acquisitions.