

## Wybrane instrumenty polityki dywidend w małych i średnich przedsiębiorstwach

Sławomir Zarębski\*

**Streszczenie:** *Cel* – celem artykułu jest analiza polityki wypłat inwestorskich mniejszych spółek kapitałowych. Analizowane są podstawowe zalety i wady alternatywnych wobec klasycznej dywidendy form wypłat inwestorskich.

*Metodologia badania* – analiza literaturowa.

*Wynik* – podstawowymi, alternatywnymi wobec klasycznej dywidendy instrumentami polityki wypłat inwestorskich małych i średnich przedsiębiorstw są dywidenda specjalna oraz wykup akcji własnych.

*Oryginalność/wartość* – artykuł ma charakter przeglądowy. Może być wykorzystany w badaniach szczegółowych oraz w zastosowaniach dydaktycznych.

**Słowa kluczowe:** finanse przedsiębiorstw, polityka dywidend, polityka wypłat inwestorskich, spółki niepubliczne

**Kod klasyfikacji JEL:** G35

### Wprowadzenie

Małe i średnie podmioty gospodarcze tworzą kluczowy element każdej rozwijającej się gospodarki, stanowiąc około 99% wszystkich przedsiębiorstw. Zgodnie z art. 2 załącznika do zalecenia Komisji Europejskiej (2003/361/WE) do kategorii mikroprzedsiębiorstw oraz małych i średnich przedsiębiorstw zalicza się te podmioty, które zatrudniają mniej niż 250 pracowników i których roczny obrót nie przekracza 50 mln euro, a całkowity bilans roczny jest niższy niż 43 mln euro. O braku konsekwencji w stosowaniu polityki dywidend wśród małych i średnich przedsiębiorstw pisze między innymi Uchman (2015). Dlatego umiejętne wykorzystywanie instrumentów polityki finansowej przez mniejsze podmioty gospodarcze ma kluczowe znaczenie w ich funkcjonowaniu, a istotna rola przypada w tym zakresie efektywnemu wdrażaniu przez nie innowacji w zakresie polityki wypłat inwestorskich.

Do podstawowych trendów współczesnej polityki dywidend należy coraz głębsze różnicowanie narzędzi wypłat inwestorskich; klasyczna jednoinstrumentowa polityka dywidend jest wypierana przez nowoczesną multiinstrumentalną politykę płatności spółki wobec

---

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

inwestorów. Ponieważ polityka dywidend w mniejszych spółkach należy do kluczowych czynników ich rozwoju, dlatego wzbogacanie zestawu wykorzystywanych w spółkach instrumentów polityki dywidend jest ważnym trendem rozwojowym we współczesnej polityce relacji inwestorskich także firm mniejszych, a nowoczesne instrumenty płatności mogą i powinny stanowić uzupełnienie klasycznej, regularnej dywidendy gotówkowej również w tych podmiotach.

Polityka dywidend małych i średnich przedsiębiorstwach różni się jednak znacząco od polityki w tym zakresie realizowanej przez duże podmioty gospodarcze. Najważniejsze różnice w podejściu do wypłat dywidend pomiędzy firmami dużymi i mniejszymi podmiotami dotyczą między innymi (Zarębski, 2011, s. 244):

- a) trudniejszego dostępu do rynków finansowych firm mniejszych (stąd większy nacisk w tych spółkach na wykorzystywanie w procesach inwestycyjnych zysków zatrzymanych);
- b) mniej znaczącego udziału instytucjonalnych i dużych inwestorów (o zwykle odmienną politykę dywidend niż inwestorzy mniejsi i zwłaszcza indywidualni) w strukturach właścicielskich mniejszych spółek;
- c) funkcjonowania małych podmiotów głównie 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);
- d) odmiennego niż w przypadku dużych inwestorów etapu cyklu rozwojowego spółek młodszych (skutkuje to odmiennymi założeniami polityki finansowej i polityki dywidend, np. unikaniem wypłat regularnych dywidend, wyższym relatywnie poziomem inwestycji wpływającym na niższą skalę dystrybucji);
- e) statystycznie niższego (w spółkach małych) poziomu wypłat dywidendy w relacji do osiągniętych zysków;
- f) niższej stabilności poziomu dochodów w kolejnych okresach rozrachunkowych (pokrywających się z okresami wypłat inwestorskich).

Artykuł prezentuje zestaw najważniejszych – z punktu widzenia mniejszych podmiotów gospodarczych – alternatywnych metod wypłat inwestorskich służących wzbogaceniu instrumentarium tej polityki. Przedstawiono możliwości ich wykorzystania w tego typu podmiotach oraz zestawiono główne zalety i wady takich narzędzi dystrybucji inwestorskiej, jak wykupy akcji własnych czy dywidendy specjalne.

## **1. Dywidendy specjalne w małych i średnich przedsiębiorstwach – wady i zalety**

**Dywidendy specjalne** (*specially designated dividends* – SDD) tworzą szczególną, odmienną kategorię dywidend, pozwalając władzom spółek na wypłacanie inwestorom nieregularnych kwot pieniężnych. Mają one charakter wypłat o charakterze wyjątkowym, często jednorazowym, i uważane są za instrument realizacji zadań o nadzwyczajnym (specjalnym) charakte-

rze. Zarówno w małych, jak i w dużych spółkach dywidendy specjalne stanowią uzupełnienie bądź alternatywę wobec klasycznych, regularnych dywidend gotówkowych. Dywidendy specjalne mogą być ważnym narzędziem także dla mniejszych podmiotów gospodarczych, zarówno ze względu na swój nieregularny charakter, jak i z powodu specyfiki prawnej, gdy inne instrumenty – takie jak dywidendy akcyjne czy wykup akcji własnych – mogą być dla takich spółek trudniejsze w realizacji lub mniej efektywne.

### **1.1. Zalety dywidendy specjalnej w polityce finansowej mniejszych podmiotów gospodarczych**

#### **Zwiększenie możliwości dokonywania zróżnicowanych wypłat inwestorskich.**

Dywidenda specjalna może mieć szczególne znaczenie praktyczne jako instrument wypłat inwestorskich w mniejszych spółkach, gdyż podmioty takie mają często znacznie mniejsze możliwości wypłat regularnych dywidend. Mniejsza spółka często musi dokonywać wyboru pomiędzy czasowym wstrzymaniem wypłat inwestorskich (okresy przyspieszonego rozwoju lub okresowych kłopotów finansowych) lub zapłatą niewielkich, mało atrakcyjnych wypłat regularnych. W tej sytuacji dywidenda specjalna staje się interesującą alternatywą, a rozszerzenie palety instrumentów płatności wykorzystywanych w spółce może się stać ważnym składnikiem polityki płatności inwestorskich.

**Ominięcie trudności formalnoprawnych związanych z wykupem akcji.** Praktyka wykorzystywania instrumentów polityki finansowej w spółkach determinowana jest często – choć w różnym stopniu – przez wymogi prawne narzucane przez władze ustawodawcze lub organy kontrolne (jak polska Komisja Nadzoru Finansowego). Ograniczenia prawne często skłaniają spółki do wykorzystywania alternatywnych instrumentów o podobnych funkcjach czy charakterze. Dywidendy specjalne część swojej „popularności” zawdzięczają utrzymującym się w wielu krajach ograniczeniom prawnym lub kłopotliwym barierom administracyjnym dotyczącym wykupu akcji własnych. W przypadku mniejszych spółek argument ten jest istotny głównie z tego powodu, iż spółki takie znacznie częściej przyjmują formę organizacyjno-prawną spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, podczas gdy rygory prawne dotyczące wykupu w spółkach akcyjnych są znacznie łagodniejsze niż dla spółek akcyjnych.

**Ułatwianie realizowania założeń polityki dywidend w spółce.** Każdy z licznych instrumentów wypłat inwestorskich realizuje określone funkcje polityki wypłat inwestorskich. Dywidenda specjalna uważana jest za efektywny instrument tej polityki w zakresie wyładowania poziomu wypłat dla akcjonariuszy w okresie redukcji (lub wzrostów) regularnych dywidend (tzw. *smoothing*), dokonywania zmian dotyczących restrukturyzacji finansowej lub kapitałowej przedsiębiorstwa, a także realizowania efektywnej obrony przed wrogiem przejęciem.

**Realizacja funkcji sygnalizacyjnej (informacyjnej).** Jak już wspomniano, wypłacie dywidendy specjalnej towarzyszy często pozytywna reakcja rynku finansowego wynika-

jąca z interpretacji tego manewru jako sygnału poprawy zysku w przedsiębiorstwie oraz skłonności władz spółki do transferu części majątki spółki do akcjonariuszy. Niekiedy także pojawienie się lub wzrost wartości wypłacanych specjalnych dywidend jest traktowany jako prekursor wzrostu regularnych dywidend. Dywidendy specjalne realizują również ważne funkcje informacyjne (sygnalizacyjne), szczególnie cenione w mniejszych spółkach niepublicznych, których inwestorzy cierpią często na chroniczny deficyt informacyjny.

**Wysoki poziom elastyczności w zakresie wysokości i terminu wypłaty.** Zarówno wysokość, jak i terminy wypłat inwestorskich w przypadku dywidendy specjalnej są w dużym stopniu wyznaczane i modyfikowane decyzjami władz spółki. Wpływa to znacząco na stopień elastyczności wykorzystania tego instrumentu. W przypadku podmiotów, które nie są w stanie regularnie i długoterminowo generować stałego dochodu przeznaczanego na dywidendę – co zdarza się w mniejszych podmiotach gospodarczych znacznie powszechniej niż w dużych firmach – jest to cecha szczególnie istotna. Inną cechą charakterystyczną małych podmiotów jest wyższy potencjał rozwojowy, a wysoki poziom inwestycji także nie jest czynnikiem ułatwiającym regularne wypłaty dywidend. W efekcie mniejsze firmy znajdujące się we wcześniejszej fazie rozwoju cyklu życiowego postrzegają często dywidendę specjalną jako bardziej elastyczny niż dywidenda klasyczna instrument rozliczeń inwestorskich.

## 1.2. Wady wykorzystywania dywidendy specjalnej w mniejszych podmiotach gospodarczych

**Konieczność zaburzenia lub całkowitej rezygnacji z długotrwałego schematu wypłat.** Właściciele spółek wysoko cenią sobie regularność wypłat dywidend, preferując tak zwane spółki dywidendowe ponad te podmioty, które dzielą się z nimi zyskami w sposób mniej regularny. Spółki wykorzystujące dywidendy specjalne jako podstawowy instrument dystrybucyjny, kosztem dywidendy klasycznej, mogą być przez wielu inwestorów postrzegane jako mniej atrakcyjne. Zastosowanie dywidendy specjalnej ze względu na jej jednorazowy i specjalny charakter nie zawsze stanowi czytelny i jednoznaczny sygnał dotyczący poziomu oczekiwań rynku wobec spółki.

**Wysoki poziom jednorazowych wypłat.** „Specjalny” charakter dywidendy nieregularnej powoduje, iż są one zwykle wyższe (choć rzadsze) niż dywidendy regularne. Wypłata takiej dywidendy może więc oznaczać – co szczególnie istotne dla mniejszych podmiotów gospodarczych – wyższy niż w przypadku dywidendy klasycznej wpływ środków pieniężnych z przedsiębiorstwa. Dlatego też wypłata dywidendy specjalnej w małych spółkach wynika często z jednorazowych (niepowtarzalnych) zdarzeń nadzwyczajnych, na przykład sprzedaży części aktywów spółki czy wygranej sądowej.

**Alternatywny (konkurencyjny) charakter dywidendy specjalnej wobec innych form wypłat inwestorskich.** Dywidenda specjalna często postrzegana jest jako instrument konkurencyjny wobec wykupu akcji własnych. Dzieje się tak pomimo niewątpliwych aspektów

komplementarności dywidendy regularnej i specjalnej (DeAngelo, DeAngelo, Skinner, 2009, s. 309–354) wynikającej z realizowania przez oba instrumenty jednakowego celu – umożliwienia menedżerom tymczasowego wzrostu płatności bez zobowiązań do kontynuowania podwyższonej dystrybucji w kolejnych latach. Wykorzystanie dywidendy specjalnej zwykle jednak ogranicza władze spółki w realizowaniu programu wykupu, co wywołuje skutek w postaci braku możliwości wykorzystywania zalet tego instrumentu dystrybucji.

Przedstawione powyżej zestawienie zalet i wad dywidendy specjalnej jako instrumentu polityki wypłat inwestorskich w mniejszych podmiotach gospodarczych wskazuje, że dywidendy te mogą służyć realizowaniu ważnych (i czasami odmiennych od celów klasycznych dywidend) funkcji związanych z kształtowaniem polityki dywidend. Aby mogły one jednak stanowić efektywne – podstawowy lub uzupełniający – instrument polityki finansowej takich podmiotów, władze spółek powinny rozważyć nie tylko ich liczne zalety, ale także istotne niedociągnięcia.

## **2. Wykup akcji własnych w małych i średnich przedsiębiorstwach – zalety i wady**

Wykup akcji własnych jest metodą wtórnej dystrybucji kapitałów od spółki do jej udziałowców. Dokonywany jest poprzez zakup akcji/udziałów ze środków własnych spółki lub ze środków dłużnych i traktowany jest albo jako wypłata o charakterze autonomicznym, albo jako uzupełnienie dywidendy. Poszczególne spółki, które dokonują wykupu, uzasadniają taką operację różnorodnymi aspektami swojej polityki finansowej. W Polsce – chociaż dywidenda gotówkowa pozostaje wciąż najważniejszym instrumentem płatności wobec inwestorów – wykup akcji własnych jest instrumentem coraz szerzej wykorzystywanym w praktyce; wynika to głównie ze zmian prawnych (np. modyfikacja Kodeksu spółek handlowych w 2008 r.) implementujących dyrektywy unijne dotyczące harmonizacji europejskiego prawa finansowego<sup>1</sup>.

Wykupy akcji własnych są instrumentem dystrybucji także w mniejszych firmach, mimo iż takie podmioty gospodarcze – co potwierdzają liczne badania empiryczne – są znacznie rzadszymi płatnikami dywidend, rzadziej również niż duże podmioty gospodarcze dokonują wykupów akcji<sup>2</sup>. Poniżej zaprezentowano podstawowe zalety i wady wykupu akcji własnych dla mniejszych podmiotów gospodarczych.

<sup>1</sup> Szerzej: Zarębski (2010).

<sup>2</sup> Prawidłowość ta dotyczy zarówno firm europejskich, jak i przedsiębiorstw amerykańskich [m.in. Correia da Silva i inni (2004); von Eije, Megginson (2008); De Angelo i inni (2004)].

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

**Możliwość wykorzystania wykupu akcji własnych jako alternatywnego celu lokowania wolnej gotówki w spółce.** Problem nadmiaru środków pieniężnych – zwłaszcza w okresach braku okazji inwestycyjnych, nadmiernego ryzyka inwestycyjnego lub w momentach niskiego oprocentowania papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu – bywa istotnym problemem wielu podmiotów gospodarczych. Rosnący poziom niewykorzystanych zasobów środków pieniężnych w spółkach jest też od kilku lat charakterystyczny dla polskiej gospodarki. W takiej sytuacji wykup akcji własnych staje się ważną metodą upłynnienia wolnych zasobów gotówkowych. Również mniejsze spółki, czasowo niezdolne do dokonywania rentownych inwestycji we własny potencjał, mogą uznać wykup akcji za interesującą alternatywę.

**Pozytywny sentyment inwestorów do przeprowadzania takich operacji.** Znanym i często występującym zjawiskiem są wzrosty cen akcji towarzyszące ogłoszeniu i realizowaniu planów wykupu akcji, co jest zwykle interpretowane jako świadectwo wzrostu atrakcyjności inwestycji w daną spółkę na skutek dokonania operacji wykupu<sup>3</sup>. Wzrost wartości spółki jest jednak możliwy do uchwycenia jedynie dla dużych publicznych spółek, natomiast w przypadku spółek niepublicznych i mniejszych ich cena rynkowa (a tym samym zmiany cen rynkowych) jest znacznie trudniejsza do obserwacji. Pozytywne sygnały od inwestorów mogą być jednak obserwowane na przykład w cenie akcji określanej na potrzeby wykupu.

**Wysoka elastyczność wykupu akcji własnych.** Ze względu na fakt, iż spółki, które przeprowadzają wykup akcji, mają dużą swobodę w określeniu zarówno wyboru terminu wykupu, jak i poziomu wypłat, wykup akcji jest uważany za narzędzie dystrybucji kapitału o wysokiej elastyczności (także w porównaniu do dywidendy klasycznej). Charakterystyczne cechy środowiska finansowego mniejszych podmiotów gospodarczych, takie jak między innymi mniejsza regularność w generowaniu dochodów czy większe niż w przypadku dużych spółek możliwości inwestycyjne (wyższy potencjał wzrostu), wzmacniają dodatkowo znaczenie przykładane w tych podmiotach do poziomu elastyczności wypłat inwestorskich.

Zwłaszcza firmy, które znajdują się we wcześniejszej fazie rozwoju swojego cyklu życiowego, mogą preferować nieregularne formy wypłat inwestorskich kosztem tradycyjnej, cyklicznej dywidendy. Ważne jest w tym kontekście traktowanie wykupu jako metody wyjątkowej (a więc pozbawionej regularności) i dokonywanej w okresie najbardziej odpowiednim dla spółki. Wszystkie te czynniki powodują, iż wykup akcji własnych może być skutecznym instrumentem uelastycznienia polityki płatności wobec akcjonariuszy w mniejszych spółkach.

**Walory sygnalizacyjne wykupu akcji własnych.** Wykup akcji własnych skutkuje często zmianami poziomu podstawowych wskaźników finansowych. Przykładowo ważnym efektem wykupu mogą być zmiany wskaźnika cena/zysk (wskaźnik P/E), gdy następuje redukcja ilości

<sup>3</sup> Szerzej: Zarębski (2010), s. 237–244.

akcji przy niezmienionym poziomie zysku. Podniesienie poziomu wskaźnika cena/zysk jest uznawane za ważny miernik wzrostu atrakcyjności spółki dla inwestorów, stąd ważnym skutkiem zrealizowanego planu wykupu będzie spodziewany wzrost tego wskaźnika. Wykup akcji może także dostarczyć wielu innych informacji dotyczących kondycji finansowej spółki, jak choćby tych związanych z poziomem oferowanej ceny wykupu czy z realizacją kolejnych transz takiej operacji. Dla inwestorów, zwłaszcza spółek niepublicznych ubogich w sygnały o ich aktualnej kondycji finansowej, takie informacje mogą być szczególnie istotne.

**Wywoływanie pożądanых zmian w strukturze właścicielskiej spółki.** Wykup akcji własnych zawsze wywołuje zmiany w strukturze właścicielskiej spółki proporcjonalne do skali wykupu i wielkości kapitałów własnych spółki – w mniejszych podmiotach gospodarczych taka sama skala wykupu wywoła więc relatywnie większe zmiany struktury właścicielskiej niż w spółkach dużych. Mniejszy kapitał spółek MSP będzie ułatwieniem dla przeprowadzenia znaczących zmian struktury własnościowej za pomocą wykupu akcji własnych i stąd niekiedy właśnie pragnienie dokonania zmiany struktury własnościowej będzie podstawowym motywem przeprowadzenia operacji typu *buy-back*. W takich właśnie spółkach zmiany struktury właścicielskiej będą częściej związane z operacjami typu: wykup lewarowany (LBO) czy wykup menedżerski (MBO). Wykup akcji własnych jest często wykorzystywany do realizowania tego typu operacji.

## 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 makroekonomiczne skutki wykupów koncentrują się na dwóch podstawowych aspektach: udziale wykupów w pogłębianiu problemów rosnących nierówności dochodowych i majątkowych oraz wpływie tego narzędzia na skalę i kierunki alokacji zysków spółek publicznych. Powszechnie uważa się, iż wykupy stanowią ważną przyczynę rozszerzającej się dysproporcji dochodowej współczesnych społeczeństw. Jedną z głośniejszych prac, które to zjawisko analizują, jest Piketty (2015).

Negatywnie oceniane są również konsekwencje przejawiające się w rosnącej skali wypłat inwestorskich w relacji do poziomu inwestycji oraz wpływie tego zjawiska na tempo wzrostu ekonomicznego gospodarki danego kraju i na jej efektywność, głównie poprzez redukcję poziomu nakładów na inwestycje oraz przez zmniejszenie nakładów na badania i rozwój. Istnieją też liczne negatywne skutki mikroekonomiczne wykupu akcji. Szczególnie istotne dla mniejszych podmiotów negatywne konsekwencje wykupu akcji własnych zaprezentowano w poniższym zestawieniu.

**Negatywny wpływ wykupu akcji na długoterminowy wzrost potencjału rozwojowego spółki.** Wykup akcji własnych związany jest z wypływem środków pieniężnych ze spółki. Relatywnie duże wykupy (podobnie jak wysokie wypłaty dywidend) będą powo-

dować redukcję poziomu zatrzymanych w spółce kapitałów, co – zwłaszcza w dłuższych okresach – może oddziaływać na długoterminowy wzrost potencjału rozwojowego spółki. Ograniczenie takie będzie często oznaczać redukcję środków na inwestycje i w efekcie może skutkować spowolnieniem długookresowego wzrostu przedsiębiorstwa.

**Ryzyko poniesienia strat kapitałowych w przypadkach niekorzystnego terminarza wykupów.** Efektywny terminarz wykupów akcji własnych wymaga przeprowadzenia kolejnych transz wykupu w okresach czasowego niedowartościowania cen akcji danej spółki. Takie działania bywają jednak trudne do przeprowadzenia, a zakupy na wolnym rynku niosą ryzyko ponoszenia strat kapitałowych w przypadkach niekorzystnego terminarza wykupów. Świadczy o tym fakt, iż maksimum wykupów w Stanach Zjednoczonych przypadało na rok 2007 – okres silnych wzrostów na giełdach (Lazonick, 2014).

**Redukcja poziomu elastyczności wypłat wywołana przez wykup akcji własnych.** Wykup akcji należy do bardzo elastycznych elementów polityki dystrybucyjnej przedsiębiorstw (ze względu na pewną swobodę w zakresie doboru terminów i wysokości płatności z tego tytułu). W pewnych sytuacjach jednak – zwłaszcza przy planach długookresowych – poziom tej elastyczności może się znacząco obniżyć. Zatwierdzony wcześniej plan wykupu akcji wymusza bowiem na spółce dokonywanie zaplanowanych wcześniej, a nie zawsze korzystnych finansowo zakupów akcji. Ich skala może stać się nawet powodem zadłużania spółki.

**Zaburzenie prawidłowej (rynkowej) wyceny akcji przedsiębiorstwa.** Wykup akcji własnych może niekiedy wywołać okresowe zaburzenie prawidłowej wyceny akcji danej spółki. Ryzyko takie jest większe w przypadku małych spółek, gdyż wykupy obejmują często wyższy odsetek kapitału własnego spółki niż w dużych podmiotach gospodarczych. Innym problemem jest wspomniany powyżej wzrost cen akcji wywołany wykupem, który jest rezultatem raczej pozytywnego nastawienia inwestorów do tej operacji niż poprawiającymi się wynikami finansowymi podmiotu dokującego wykupu. Efektem jest często zaburzenie prawidłowej wyceny spółki.

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.

Małe podmioty gospodarcze, wykorzystując wykup akcji własnych, powinny jednak wyjątkowo starannie rozważyć zarówno pozytywy tego instrumentu, jak i liczne zagrożenia związane z wykupem. Niezbędna jest więc dokładna analiza realnych zysków, kosztów i zagrożeń towarzyszącym wykupom. Kopiowanie rozwiązań większych podmiotów może być niebezpieczne.

## **Uwagi końcowe**

1. Współczesny rynek finansowy charakteryzuje się ważną cechą zastępowania tradycyjnej polityki dywidend, w której jedyną metodą rozliczeń z akcjonariuszami jest wypłata regularnej dywidendy, bardziej urozmaiconą polityką rozliczeń wobec inwestorów.



Poszczególne przedsiębiorstwa, dążąc do zwiększenia efektywności polityki finansowej w tym zakresie, stają się pod względem wykorzystywanego w tym zakresie instrumentarium coraz bardziej twórcze i elastyczne, a alternatywne instrumenty polityki dywidend coraz powszechniej uzupełniają bądź zastępują wypłaty regularnych dywidend. Tendencja ta dotyczy zarówno dużych, jak i mniejszych podmiotów gospodarczych. Do najpowszechniej stosowanych alternatywnych narzędzi rozliczeń inwestorskich należą wykup akcji własnych oraz dywidendy specjalne.

2. Decyzja o wyborze 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 wpływ decyzji o sposobie wypłaty na strukturę kapitałową przedsiębiorstwa. Te dylematy wyboru są po części przynajmniej zależne od wielkości danego podmiotu; dlatego właśnie analiza przydatności wykorzystania konkretnego instrumentu polityki dywidend powinna aspekt wielkości danego podmiotu możliwie dogłębnie uwzględniać.
3. Dywidenda specjalna należy do grupy instrumentów polityki finansowej, które mogą posłużyć mniejszym podmiotom do rozszerzenia możliwości w zakresie realizacji rozliczeń inwestorskich. Wykorzystywanie tej formy dywidendy charakteryzuje się ważnymi cechami, które powinny być uwzględnione przy podejmowaniu decyzji przez władze takich spółek. Również liczne teorie dywidend (np. teorie sygnalizacyjne czy tzw. teorie FCF) wskazują na przydatność dywidendy specjalnej w mniejszych podmiotach gospodarczych.
4. Wykup akcji własnych jest potencjalnie jednym z ważniejszych instrumentów płatności inwestorskich także w mniejszych spółkach kapitałowych. 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 kierowanego do dotychczasowych i potencjalnych inwestorów, a także wysoka elastyczność tej metody płatności.
5. Decydujące się na programy wykupu akcji podmioty gospodarcze powinny każdorazowo rozważać również negatywne skutki wykupu. Do najważniejszych wad tego instrumentu należą między innymi: możliwość spowolnienia długoterminowego potencjału wzrostowego spółki, ryzyko związane z zaburzeniem wyceny akcji spółki (spółki publiczne) oraz ewentualne wysokie koszty wykupu. Podobnie negatywne aspekty dywidend specjalnych także mogą skutkować zmniejszeniem skłonności do wykorzystywania tego instrumentu w praktyce gospodarczej mniejszych podmiotów.
6. Szeroki wachlarz instrumentarium polityki dywidend może się okazać 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 eko-

nomicznym powodują, iż mniejsze spółki często ograniczają wybór wykorzystywanych narzędzi polityki dywidend do kilku podstawowych instrumentów. Do tych najbardziej istotnych instrumentów z praktycznego punktu widzenia należą właśnie – obok dywidendy klasycznej – zaprezentowane w opracowaniu: wykup akcji własnych oraz dywidenda specjalna.

## Literatura

- Correia da Silva, L., Goergen, M., Renneboog, L. (2004). *Dividend Policy and Corporate Governance*. Oxford: Oxford University Press.
- De Angelo, H., De Angelo, L., Skinner, D.J. (2004). *Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings*. *Journal of Financial Economics*, 72 (3).
- Eije von, H.J., Megginson, W.L. (2008). Dividend Policy and Share Repurchase in the European Union. *Journal of Financial Economics*, 89 (2).
- Lazonick, W. (2014). The Problem with Stock Buyback. *Harvard Business Review*, 9.
- Piketty, T. (2015). *Kapitał w XXI wieku*. Warszawa: Krytyka Polityczna.
- Uchman, J. (2015). Dywidendy w spółkach notowanych na New Connect. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie*, 2 (938), 101–110.
- Wagonner, J. (2015). Beware the Stock-Buybacks Craze. *The Wall Street Journal*, 19 czerwca.
- Zarębski, S. (2010). Wykup akcji własnych jako forma płatności inwestorskich w małych spółkach giełdowych. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 588, *Ekonomiczne Problemy Usług*, 51, 237–244.
- Zarębski, S. (2011). Dywidendy specjalne jako forma płatności inwestorskich w małych i średnich spółkach kapitałowych. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Ekonomiczne Problemy Usług*, „Mikrofirma-2011”, Szczecin.
- Zarębski, S. (2015). Dywidendy regularne i dywidendy specjalne w małych i średnich spółkach kapitałowych. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 848, *Ekonomiczne Problemy Usług*, 116.

## SELECTED DIVIDEND POLICY INSTRUMENTS IN SMALL AND MEDIUM ENTERPRISES

**Abstract:** *Purpose* – the paper describes the distribution policy of smaller companies in terms of analyzing the main advantages and disadvantages of the alternative – to classical dividends – forms of investor’s payouts. The article focuses on these instruments for distributing financial resources from the company to its owners, which may be of greatest practical importance to smaller entities.

*Design/methodology* – literary analysis.

*Findings* – the basic alternative instrument to the classical dividend are (in case of small and medium sized enterprises) special dividends and share buyback.

*Originality/value* – this is a review article. It can be used in farther, detailed research and also in didactic applications.

**Keywords:** corporate finance, payout policy, dividend policy, private companies

## Cytowanie

Zarębski, S. (2017). Wybrane instrumenty polityki dywidend w małych i średnich przedsiębiorstwach. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (88/2), s. 173–182. DOI: 10.18276/frfu.2017.88/2-08.