

Sławomir Zarębski*

Alternatywne formy wypłat inwestorskich w polityce dywidend spółek niepublicznych

Wstęp

Ostatnie lata charakteryzują się licznymi nowymi tendencjami, zachodzącymi w polityce dywidend spółek publicznych i niepublicznych, wywołanymi zmianami otoczenia ekonomicznego i prawno-regulacyjnego tych podmiotów. Jednym z takich zjawisk jest tendencja stałego rozszerzania palety rozwiązań, związanych z finansowymi rozliczeniami pomiędzy spółką a jej właścicielami. Obok decyzji o wysokości i regularności wypłat, kluczowe znaczenie w realizacji polityki płatności inwestorskich nabierają decyzje dotyczące formy, w jakiej ta wypłata ma być realizowana. Zachodzące zmiany przemieniły — początkowo w Stanach Zjednoczonych, a obecnie na całym świecie — statyczną i jednostronną politykę dywidend (*dividend policy*) w dynamiczną, wieloskładnikową politykę wypłat inwestorskich (*payout policy, distribution policy*).

Analizy wykorzystania różnych form dystrybucji inwestorskich (podobnie jak badania dotyczące innych aspektów szeroko rozumianej polityki dywidend), koncentrują się zwykle — począwszy od czasów pionierskich prac w tym zakresie z połowy XX wieku — na badaniu dużych spółek publicznych. Polityka dywidend, realizowana przez podmioty niepubliczne, jest często wyłączona z takich badań, głównie ze względu na ograniczoną dostępność danych finansowych, pochodzących z tych firm.

Celem artykułu jest opis polityki wypłat inwestorskich spółek niepublicznych pod kątem możliwości i efektywności wykorzystywania przez takie spółki różnorodnych form dystrybucji. Artykuł koncentruje się na alternatywnych — wobec klasycznej, regularnej, okresowej dywidendy gotówkowej — formach wypłat środków finansowych spółki jej właścicielom, takich jak dywidenda specjalna czy akcyjna, wykup akcji włas-

* Dr, Katedra Finansów Przedsiębiorstwa, Wydział Zarządzania i Ekonomiki Usług, Uniwersytet Szczeciński, slawomir.zarebski@wzieu.pl, ul. Cukrowa 8, 71-004 Szczecin

nych oraz specjalne formy rozliczeń właścicielskich (splity, dywidendy akcyjne, programy DRIP).

1. Alternatywne formy wypłat inwestorskich

Współczesne spółki dysponują bogatym zestawem instrumentów służących redystrybucji środków finansowych z podmiotów gospodarczych do akcjonariuszy i udziałowców. Zestaw najważniejszych form takich rozliczeń — obok klasycznej (okresowej) dywidendy gotówkowej — obejmuje głównie: wykup akcji własnych, dywidendę specjalną, dywidendę akcyjną i rzeczową oraz specjalne formy rozliczeń inwestorskich (zwykle i odwrotne splity akcji, dywidendę likwidacyjną, plany bezpośrednich re-inwestycji dywidend).

Wykup akcji własnych przez spółkę jest podstawową (najważniejszą obok dywidendy gotówkowej) formą dystrybucji jej kapitału do udziałowców, realizowaną zwykle w formie zakupu akcji ze środków własnych przedsiębiorstwa (choć zdarzają się także przykłady wykupu realizowanego ze środków dłużnych). Często firmy traktują wykup akcji własnych jako uzupełnienie wobec regularnej dywidendy (w tym ostatnim przypadku, suma wypłat wobec udziałowców pozostaje niezmienna, a zmienia się jedynie struktura wypłat inwestorskich). **Dywidendy specjalne** (ang. *specially designated dividends*, SDD) są wypłacane nieregularnie, mają charakter jednorazowy (sporadyczny). Mogą przybierać wiele różnorodnych form, np. dywidendy podwyższonej (w postaci zwiększonej jednorazowo wypłaty dywidendy regularnej), dywidendy dodatkowej (tzw. ekstradywidendy, pojawiającej się nieregularnie i wypłacanej w okresie podwyższonych zysków) czy dywidendy nadzwyczajnej (wynikłej z powstania w firmie jakichś specjalnych okoliczności). **Dywidenda akcyjna** (*stock dividend*, *strip dividend*) jest formą wypłaty inwestorskiej, którą wypłaca się w postaci akcji, zwykle nowej emisji. Taka dywidenda jest formą rekaptalizacji zysków spółki i rozcięcia udziałów spółki, poprzez emisję i podział nowych (dodatkowych) akcji, które są dystrybuowane wśród dotychczasowych akcjonariuszy. Ma ona zwykle formę ułamka (%) liczby akcji zwykłych, pozostających w obrocie i jest rozdzielana udziałowcom w proporcji do posiadanych przez nich udziałów. **Dywidenda z pozostałych aktywów** (*property dividends*, *dividend in specie*, *dividend in kind*) to rodzaj dywidendy wypłacanej w postaci innej niż gotówka czy akcje danej spółki. Może przybierać formę majątkowych

aktywów o charakterze rzeczowym danej spółki (zapasy, nieruchomości, wyposażenie), a także jej produktów lub usług (**dywidenda rzeczowa**). Dywidendy rzeczowe mają taki sam skutek na bilans spółki, jak dywidendy gotówkowe — wielkość aktywów ulega zmniejszeniu o wielkość dystrybuowanych środków, obniża się również wielkość kapitałów własnych spółki.

Formy specjalne rozliczeń inwestorskich tworzą grupę specyficznych operacji dystrybucyjnych (lub quasi-dystrybucyjnych), które wyłamują się ze standardowych procedur dystrybucyjnych, nie mają bowiem formy rozliczenia finansowego, ale rzeczowego (jak dywidenda rzeczowa); nie towarzyszą im wypływy środków pieniężnych ani walorów finansowych ze spółki (jak split zwykły i odwrócony); nie ograniczają się wyłącznie do rozliczenia bieżącego lub przeszłego zysku (jak dywidenda likwidacyjna). **Split akcji** jest formą relacji między firmą a jej udziałowcami, polegającą na wymianie posiadanych akcji (udziałów) na nowe; o innym nominale (niższym — w przypadku splitu klasycznego i wyższym dla splitu odwróconego). Wydanie właścicielom nowych akcji jest realizowane zgodnie z wyznaczoną proporcją — tzw. współczynnikiem wymiany, który wyraża się jako stosunek liczbowy. **Dywidenda likwidacyjna** to rodzaj proporcjonalnej (pro-rata) dystrybucji aktywów należących do spółki, na rzecz swoich udziałowców, która jest realizowana w trakcie dokonywania jej całkowitej lub częściowej likwidacji spółki. Nie jest ona wyłącznie kolejnym sposobem realizacji zysków inwestora z inwestycji, ale także jest formą ostatecznego rozliczenia spółki z jej właścicielami (rozliczenia inwestycji jako takiej), poprzez zwrot inwestorom zaangażowanych w spółkę środków. **Plany (programy) bezpośrednich reinwestycji dywidend** (ang. *direct re-investment plans*, DRIPs) nie są oddzielną kategorią papieru wartościowego ani sposobem przepływu środków pieniężnych ze spółki do właścicieli, ale stanowią sposób redystrybucji akcji spółki między jej właścicieli i metodę inwestycji długoterminowych funduszy, głównie inwestorów indywidualnych [DeGennaro, 2003, s. 1]. Polegają na wprowadzaniu przez poszczególne spółki tzw. planów/programów reinwestycji dywidend, wypłacanych przez spółkę. Inicjatywa taka ma postać ekskluzywnego przywileju dla aktualnych akcjonariuszy danej spółki, do dokonywania zakupów akcji danej spółki, tym inwestorom, którzy pragną dokonać reinwestycji uzyskanych z dywidendy środków pieniężnych, w akcje podmiotu, który te dywidendy wypłacił.

Poszczególne formy wypłat i rozliczeń inwestorskich mają charakter uniwersalny i mogą być wykorzystywane w firmach o różnej formie organizacyjno-prawnej, takich jak spółka akcyjna czy spółka z ograniczoną odpowiedzialnością (przy zachowaniu odrębności regulacji prawnych), a także w firmach o różnym statusie (spółki publiczne i niepubliczne). Zarówno jednak efektywność poszczególnych form dystrybucji, jak i ich znaczenie praktyczne, mogą być zróżnicowane dla różnych kategorii podmiotów gospodarczych.

2. Polityka dywidend firm publicznych i niepublicznych

Polityka dywidend spółek publicznych i niepublicznych może wykazywać znaczące różnice z wielu powodów o charakterze zarówno prawnym, jak i ekonomicznym. **Podstawowe różnice prawne (regulacyjne)** pomiędzy spółką publiczną i niepubliczną w Polsce dotyczą [Sokal, 2007, s. 1]:

- 1) zróżnicowania podstaw prawnych funkcjonowania obu grup podmiotów, wynikającego z rozszerzenia podstawy prawnej funkcjonowania spółek publicznych o wymogi przepisów o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Kodeks spółek handlowych, art. 4 § 1 pkt 6) z ograniczenia formy organizacyjno-prawnej spółek publicznych wyłącznie do spółki akcyjnej (wyjątek: spółka komandytowo-akcyjna); z niezbędności spełnienia wymogów, koniecznych do upublicznienia spółki (np.: dematerializacja papierów wartościowych, będących przedmiotem oferty publicznej; wymóg sporządzenia prospektu emisyjnego, zatwierdzanego przez KNF);
- 2) odmiennego zakresu praw i obowiązków współwłaścicieli spółek publicznych i niepublicznych; obejmujących np. uprawnienia akcjonariuszy spółki publicznej do imiennego świadectwa depozytowe; wyższego reżimu prawnego, dotyczącego terminów i procedur podwyższenia kapitału zakładowego w drodze emisji nowych akcji w drodze oferty publicznej, zwiększonych wymogów dotyczących składu rady nadzorczej spółki;
- 3) zróżnicowanego zakresu obowiązków o charakterze informacyjnym spółek publicznych i niepublicznych;
- 4) dodatkowych obowiązków spółek publicznych, wynikających z konieczności wdrożenia działań, związanych z Kodeksem Dobrych Praktyk (z zasadami ładu korporacyjnego).

Choć różnice prawno-regulacyjne pomiędzy spółkami publicznymi i niepublicznymi są znaczące, szczególnie istotne wydają się jednak także **różnice pozaprawne**. Wiążą się one z takimi kwestiami jak:

- 1) odmienny charakter (istota) spółek niepublicznych — spółka niepubliczna jest prywatnym przedsięwzięciem osób ją tworzących, a inwestycja w te spółki ma zwykle charakter inwestycji rzeczowej; firmy publiczne są natomiast często traktowane jako forma wehikułu finansowego, sposobu (publicznej) realizacji inwestycji finansowej;
- 2) różna struktura:
 - własnościowa spółek niepublicznych — spółki prywatne są zwykle w posiadaniu założycieli, ich rodziny czy spadkobierców, a także menedżerów czy grup inwestorów prywatnych; skład własnościowy spółek publicznych jest natomiast efektem publicznych emisji akcji/udziałów; w rezultacie poziom rozproszenia udziałów w spółkach publicznych jest zwykle znacząco większy;
 - udziałowców — w spółkach publicznych jest zwykle nie tylko więcej właścicieli, ale także ich skład właścicielski jest często zwykle znacznie bardziej zróżnicowany (właścicielami są, poza indywidualnymi właścicielami i korporacjami, dominującymi w spółkach niepublicznych, także państwa i jednostki komunalne, instytucje finansowe i grupy kapitałowe); ponadto, stabilność składu właścicielskiego jest w podmiotach publicznych znacząco niższa;
- 3) odmienna struktura finansowania (inne sposoby zdobywania środków finansowych na bieżącą działalność i zaspokajania przyszłych potrzeb); fakt wykorzystywania publicznych emisji akcji do poszerzania finansowego potencjału spółki stanowi nie tylko najważniejszy czynnik odróżniający obie formy spółek, ale jest także elementem warunkującym podstawy funkcjonowania danej spółki (prawne, rachunkowe, finansowe, marketingowe i inne);
- 4) odmienny charakter problemów informacyjnych i agencyjnych w spółkach publicznych i niepublicznych; skoncentrowana struktura własnościowa spółek niepublicznych; silniejszy, często personalny, związek osób zarządzających i właścicieli spółki; obecność właścicieli spółek w organach nadzorczych powodują, że problemy agencyjne i zakres asymetrii informacyjnej w opisywanych rodzajach spółek jest znacząco różny; w efekcie kontrola nad działaniami spółki prywatnej ma charakter wewnętrzny (prowadzony bezpośrednio przez jej właścicieli), podczas gdy

kontrola spółek publicznych jest w części przejmowana przez podmioty zewnętrzne (np. KNF, SEC).

Spółki publiczne i niepubliczne nie różnią się natomiast znacząco (wbrew obiegowym poglądom) pod względem wielkości; spółki publiczne nie zawsze są dużymi podmiotami gospodarczymi, a wiele dużych firm pozostaje spółkami prywatnymi, nie decydując się na upublicznienie (*going public*) lub wycofując swoje udziały z giełd finansowych (*going private*).

Polityka dywidend jest obszarem polityki finansowej przedsiębiorstwa, w której konsekwencje występowania różnic pomiędzy spółkami publicznymi i prywatnymi mogą być szczególnie widoczne. Liczne rozważania teoretyczne w zakresie polityki dywidend dotyczą głównie spółek publicznych i zakładają (w sposób wyraźny lub dorozumiany) realizowanie się poszczególnych hipotez w warunkach publicznego charakteru spółek, np:

- 1) klasyczna koncepcja nieistotności polityki dywidend [Miller, Modigliani, 1961, s. 411-433] zakłada możliwość nieograniczonego i pozbawionego kosztów transakcyjnych nabywania i sprzedawania dowolnych pakietów akcji spółki, jako alternatywy dla przyjmowania (lub odstępowania od przyjmowania) dywidend gotówkowych; taka swoboda regulacji poziomu udziałów w spółkach prywatnych jest praktycznie niemożliwa do realizacji;
- 2) historyczna koncepcja *bird-in-hand* [Gordon, 1962, s. 37-51], zakładająca silną preferencję inwestorów do gotówkowych wypłat dywidend ponad zyski kapitałowe jest zupełnie nieadekwatna do wymogów prowadzenia działalności gospodarczej przez prywatnych, większościowych inwestorów, dla których podstawowym dążeniem jest zwykle długoterminowe kontynuowanie działalności gospodarczej;
- 3) dywidendowe teorie bazujące na problemach agencyjnych spółek (np. koncepcja *free cash flow* [Easterbrook, 1984, s. 650-659; Jensen, 1986, s. 323-329], a także teorie oparte na koncepcji asymetrii informacji, przyjmują jako uniwersalną, modelową strukturę własności spółki z wysokim poziomem rozproszenia udziałów i brakiem efektywnej kontroli właścicieli nad kadrą zarządzającą; taki model własności jest krańcowo odmienny od struktury własności w większości spółek niepublicznych, charakteryzujących się wysokim poziomem koncentracji udziałów oraz istnieniem nielicznej grupy udziałowców, posiadających większość udziałów; w spółkach o silnie skoncentrowanej własności zakres problemów agencyjnych i informacyjnych jest znacząco zredukowany.

3. Specyfika wykorzystania poszczególnych form wypłat inwestorskich w spółkach niepublicznych

Naszkiecowane powyżej, najistotniejsze różnice, pomiędzy spółkami publicznymi i niepublicznymi uzasadniają wątpliwości, dotyczące uniwersalności ogólnych zasad dotyczących polityki dywidend we wszystkich podmiotach gospodarczych. Specyfika działania spółek niepublicznych, może być powodem występowania pewnych odmienności w wykorzystywaniu poszczególnych instrumentów polityki płatności. Zgodnie z założonym w pracy zakresem tej analizy, skoncentrowano się na specyfice wykorzystywania tzw. alternatywnych form wypłat inwestorskich.

Wykup akcji własnych. Podstawowe cele wykupu akcji własnych, zarówno w firmach publicznych, jak i niepublicznych, obejmują: dokonywanie zmian w strukturze kapitałowej spółki, transfer do właścicieli nadmiaru gotówki, ochronę przed wrogim przejęciem. Decyzje o zainicjowaniu procesu wykupu akcji własnych są motywowane wieloma czynnikami, najczęściej wynikającymi z ogólnej polityki finansowej firmy, która może się wiązać z chęcią umorzenia części udziałów, przekazania nabytych akcji pracownikom (kadrze menedżerskiej lub szerokiemu gronu pracowników spółki) lub dokonania ich wymiany na obligacje, w związku z emisją przez spółkę obligacji zamiennych. Często firmy traktują wykup akcji własnych jako uzupełnienie wobec regularnej dywidendy [Zarebski, 2010, s. 234].

W przypadku spółek niepublicznych, szczególne znaczenie może mieć funkcja związana z kształtowaniem struktury właścicielskiej. O ile bowiem spółki publiczne wykorzystują zwykle (w tym kontekście) wykup akcji dla zredukowania poziomu udziałów indywidualnych inwestorów mniejszościowych, o tyle spółki niepubliczne mogą realizować w ten sposób procedury wykupu większych udziałowców. Brak obecności spółki na otwartym (publicznym) rynku finansowym utrudnia inwestorom operacje zwiększania lub zmniejszania poziomu zaangażowania kapitałowego w spółkę publiczną, dlatego wykup akcji może — do pewnego stopnia — stanowić instrument wspierający takie zmiany. Ponadto, z punktu widzenia inwestorów („wykupujących”, a nie „wykupowanych”), program wykupu akcji własnych jest efektywną formą wykorzystania osiągniętych dochodów spółki, zwłaszcza gdy jest on realizowany ze środków pochodzących z bieżącego zysku i stanowi *de facto* uszczuplenie poziomu wypłacanej dywidendy. Wszystkie te powody

tworzą z wykupu akcji własnych skuteczny instrument dystrybucyjny w polityce dywidend spółek niepublicznych.

Dywidenda specjalna. Zarówno w spółkach publicznych, jak i niepublicznych, dywidenda specjalna stanowi alternatywną formę wypłat inwestorskich wobec regularnej dywidendy gotówkowej i wykupu akcji własnych. Współczesne dywidendy specjalne są zwykle zarówno wyższe, jak i rzadsze niż dywidendy regularne, stąd przyjmuje się zwykle, że są one powiązane z realizowaniem przez spółki zadań o nadzwyczajnym (specjalnym) charakterze, co przeciwstawia je dywidendom regularnym. Podstawowe funkcje, jakie przypisuje się dywidendom specjalnym, dotyczą jej znaczenia jako: instrumentu wygładzania poziomu wypłat (zwłaszcza w okresach obniżania lub redukowania regularnych dywidend), narzędzia obrony przed wrogim przejęciem, elementu restrukturyzacji finansowej lub kapitałowej przedsiębiorstwa. Dywidendom specjalnym przypisuje się także ważne funkcje sygnalizacyjne, jednak znaczenie tej ostatniej, w przypadku spółek niepublicznych ma mniej istotne znaczenie [Zarębski, 2011b, s. 225].

W spółkach niepublicznych, dywidendy specjalne mogą odgrywać ważną rolę jako element dystrybucji środków od firmy do jej właścicieli. Wynika to głównie z faktu, że w przeciwieństwie do spółek publicznych mniejszy jest tu często nacisk indywidualnych inwestorów mniejszościowych na wypłaty regularnych dywidend (przynajmniej w spółkach o bardziej skoncentrowanej strukturze własnościowej), nie ma także potrzeby ciągłej konfrontacji z innymi spółkami w zakresie poziomu i regularności wypłat dywidend. W efekcie, zjawisko „wygładzania” (*smoothing*) wypłat inwestorskich ma w takich spółkach znacząco mniejsze znaczenie niż w spółkach publicznych. Polityka dywidend, realizowana na podstawie nieregularnych wypłat nadwyżek środków pieniężnych, a nie regularne płatności okresowych, może zapewnić znacznie elastyczniejszą politykę finansową przedsiębiorstwa, głębiej powiązaną z polityką inwestycyjną spółki i czytelniej wskazującą na rezydualny charakter polityki dywidend. Dywidenda specjalna jest więc często podstawowym instrumentem wypłat inwestorskich w spółkach niepublicznych.

Dywidenda akcyjna. Z punktu widzenia inwestora, dywidendy akcyjne są narzędziem umożliwiającym dokonywanie korekt w zakresie poziomu ich inwestycyjnego zaangażowania w dany podmiot. Jest to istotne zagadnienie, gdyż papiery wartościowe o charakterze udziałowym

spółek niepublicznych nie występują na otwartym rynku w publicznym obrocie i zwykle nie mogą być nabywane bez ograniczeń. W przypadku stabilnego składu udziałowców i niewielkiej rotacji udziałów w spółce, nabywanie dodatkowych udziałów może być utrudnione. Dywidendy akcyjne mogą być w takim przypadku skutecznym instrumentem polityki inwestycyjnej poszczególnych udziałowców.

Istnieje wiele hipotez wyjaśniających wykorzystywanie przez spółki dywidendy akcyjnej; do najważniejszych z nich należą: hipoteza sygnalizacji, hipoteza optymalnego zakresu obrotu, hipoteza płynności oraz hipoteza substytucji gotówki i zatrzymania zysków zatrzymanych. Charakterystyka spółek niepublicznych powoduje, że zarówno funkcje dywidendy akcyjnej, dotyczące sygnalizacji, jak i optymalnego zakresu obrotu są dla tych podmiotów drugorzędne. Spółki niepubliczne mają mniejsze problemy informacyjne, a ich menedżerowie posiadają mniejszą potrzebę sygnalizowania, poprzez działania publiczne, aktualnej sytuacji danej spółki. Brak akcji/udziałów spółki w ciągłym obrocie rynkowym redukuje także znaczenie bieżącej regulacji wielkości i ceny obrotu. Znacznie większe znaczenie mogą mieć dla takich spółek funkcje, które związane są z regulacjami płynności finansowej i kontroli nad ilością gotówki, wpływającej z firmy w postaci płatności inwestorskich. Dywidenda akcyjna może bowiem służyć jako instrument ograniczający poziom zapotrzebowania na zewnętrzny kapitał finansowy, zwłaszcza w przypadku niechęci do podnoszenia przez inwestorów poziomu zadłużenia (lewarowania) spółki.

Dywidenda z pozostałych aktywów (dywidenda rzeczowa). Ten rodzaj dywidendy pełni funkcje zbliżone do dywidendy akcyjnej — zmienia się w tym przypadku jedynie forma wynagrodzenia (aktywa kapitałowe spółki są zastępowane aktywami o charakterze rzeczowym). Nie są możliwe, przy wykorzystaniu tej metody, zmiany struktury własnościowej spółki, natomiast niezmienione pozostają walory tej metody w kontekście redukcji potrzeb związanych z wypływem środków finansowych z firmy. Możliwe problemy natury prawnej (regulacje dotyczące rachunkowości i podatków, przepisy prawa rynku kapitałowego i prawa spółek) mogą być jednak przeszkodą dla większej aktywności przedsiębiorstw w tym zakresie.

Dywidenda likwidacyjna jest nie tylko kolejnym sposobem realizacji zysków inwestora z inwestycji, ale także formą ostatecznego rozlicze-

nia spółki z jej właścicielami, poprzez zwrot inwestorom zaangażowanych w spółkę środków. W przeciwieństwie do spółek publicznych, gdzie sprzedaż udziałów na otwartym rynku jest relatywnie prosta, wycofywanie się z inwestycji w spółkę niepubliczną może być niekiedy znacznie trudniejsze. W takiej sytuacji likwidacja spółki, np. poprzez podział spółki między dotychczasowych właścicieli (połączona z wypłatą dywidendy likwidacyjnej) bywa niekiedy skuteczną metodą dezinvestycji.

Split akcji. Literatura fachowa wskazuje na wiele funkcji, realizowanych przez splity, zwracając uwagę na ich znaczenie informacyjne i regulacyjne oraz na ich rolę w procesach zmian składu właścicielskiego (głównie w zakresie eliminacji udziałowców mniejszościowych). Spółki niepubliczne są pozbawione potrzeby realizacji większości tych funkcji w sposób podobny do spółek publicznych, np. problemy informacyjne (głównie większych akcjonariuszy) są relatywnie niższe niż właścicieli spółek publicznych. Z naturalnych powodów — brak obecności na publicznym rynku finansowym — nie istnieje także w tych podmiotach potrzeba bieżącej regulacji ceny rynkowej. Generalnie, spółki niepubliczne nie posiadają głębszej motywacji do realizacji splitów akcji.

Plany bezpośrednich reinwestycji dywidend (DRIPs) umożliwiają bezpośrednie i automatyczne inwestowanie kapitałów, z pominięciem instytucji pośredniczących, w celu obniżenia kosztów transakcyjnych [Zarębski, 2011a, s. 287]. Wykorzystanie programów DRIP niesie za sobą liczne zalety dla realizującej program spółki: zmniejszenie kosztów pozyskania kapitału; możliwość dokonania pożądaných zmian w strukturze własnościowej spółki; zwiększenie elastyczności w realizowaniu optymalnej polityki finansowej; poprawa relacji z akcjonariuszami; podniesienie wyceny spółek, wprowadzających programy DRIP. Udział mniejszościowych inwestorów indywidualnych w spółkach niepublicznych jest często znacząco niższy niż w spółkach publicznych, dlatego znaczenie tej formy rozliczeń inwestorskich jest w wielu firmach prywatnych, zupełnie nieistotne.

Zakończenie

1. W kontekście zróżnicowanych uwarunkowań prawnych i pozaprawnych, polityka finansowa spółek publicznych i spółek niepublicznych może wykazywać znaczące odmienności. Zakres stosowanych instrumentów finansowych i ich funkcje mogą się różnić w obu formach pro-

wadzenia działalności gospodarczej, a zalecenia kierowane do jednej z grup mogą nie być do końca adekwatne do potrzeb drugiej grupy.

2. Wykup akcji w spółkach niepublicznych należy do efektywnych instrumentów dystrybucyjnych, szczególnie ze względu na jego potencjalną rolę jako narzędzia kształtowania struktury właścicielskiej.
3. Dywidendy specjalne stanowią efektywny instrument dystrybucji środków finansowych ze spółki niepublicznej, na skutek mniejszego nacisku na dokonywanie „wygładzania” poziomu wypłat. Pozwala to na prowadzenie bardziej elastycznej polityki dywidend i jej lepsze dopasowanie do innych polityk finansowych. Także dywidendy akcyjne mogą być skutecznym instrumentem w tym zakresie, pozwalając na dystrybucję aktywów własnościowych spółki, które nie są w publicznym obrocie i nie mogą być zwykle nabywane bez ograniczeń przez dotychczasowych udziałowców. Umożliwiają one także redukcję zapotrzebowania na płynne środki finansowe, poprzez zmniejszenie poziomu gotówkowych wypłat na rzecz właścicieli. Tę ostatnią funkcją mogą pełnić także dywidendy rzeczowe.
4. Programy bezpośrednich reinwestycji dywidend, ze względu na fakt, że są kierowane głównie do indywidualnych inwestorów mniejszościowych, okazują się mniej przydatne w praktyce niepublicznych firm o bardziej skoncentrowanej strukturze własności. Także splity akcji wydają się narzędziem mniej przydatnym dla takich spółek.

Literatura

1. Baker M., Wurgler J. (2004), *A catering theory of dividends*, „Journal of Finance”, vol. 59, no. 3.
2. DeGennaro R.P. (2003), *Direct investments in securities: a primer, economic review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, no. 1.
3. Easterbrook F. (1984), *Two agency-cost explanations of dividends*, „American Economic Review”, vol. 74, no. 4.
4. Gordon M. (1962), *The savings, investment, and valuation of a corporation*, „Review of Economics and Statistics”, vol. 44, no. 1.
5. Jensen M.C. (1986), *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers*, „American Economic Review”, vol. 76, no. 2.
6. Miller M.H., Modigliani F. (1961), *Dividend policy, growth, and the valuation of shares*, „Journal of Business”, vol. 34, no. 4.

7. Sokal P. (2007), *Czym różni się spółka publiczna od spółki niepublicznej?* „Prawo Przedsiębiorcy”, nr 037.
8. Zarębski S. (2010), *Wykup akcji własnych jako forma płatności inwestorskich w małych spółkach giełdowych*, [w:] *Uwarunkowania rynkowe mikro i małych przedsiębiorstw*, red. A. Bielawska, Zeszyty Naukowe US, Szczecin.
9. Zarębski S. (2011a), *Program bezpośrednich reinwestycji dywidend (DRIP) w polityce finansowej spółek i ich akcjonariuszy*, [w:] *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki*, red. S. Wrzosek S., Wydawnictwo UE we Wrocławiu, Wrocław.
10. Zarębski S. (2011b), *Dywidendy specjalne jako forma płatności inwestorskich w małych i średnich spółkach kapitałowych*, [w:] *Uwarunkowania rynkowe mikro i małych przedsiębiorstw*, red. A. Bielawska A., Zeszyty Naukowe US Szczecin.

Streszczenie

W niniejszej pracy opisano politykę wypłat inwestorskich spółek niepublicznych pod kątem wykorzystywania przez takie spółki różnorodnych form wypłat inwestorskich. Artykuł koncentruje się na alternatywnych – wobec klasycznej, regularnej, okresowej dywidendy gotówkowej – formach dystrybucji środków finansowych od spółki do jej właścicieli, takich jak dywidenda specjalna czy akcyjna, wykup akcji własnych oraz specjalne formy rozliczeń właścicielskich (splity, dywidendy akcyjne, programy DRIP).

Słowa kluczowe

finanse przedsiębiorstw, polityka dywidend, spółki niepubliczne

Alternative forms of investors payments in dividend policy of private companies (Summary)

The article describes distribution policy of private companies, analyzing the similarities and differences between such policy in private and public companies. The main analysis concerns on alternative (to regular cash dividends) forms of payment, such as specially designated dividend, share dividend, share repurchase and special form of distribution and relation with investors, like splits and DRIP's. The article presents also possible effectiveness of using these distribution instruments in non-public entertainments.

Keywords

corporate finance, payout policy, dividend policy, private companies