

Sławomir Zarębski

Dywidendy specjalne jako forma płatności inwestorskich w małych i średnich spółkach kapitałowych

Ekonomiczne Problemy Usług nr 62, 244-251

2011

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

SŁAWOMIR ZARĘBSKI

Uniwersytet Szczeciński

DYWIDENDY SPECJALNE JAKO FORMA PŁATNOŚCI INWESTORSKICH W MAŁYCH I ŚREDNICH SPÓLKACH KAPITAŁOWYCH

Wprowadzenie

Ewolucja polityki dywidend w przedsiębiorstwach zmierza do coraz głębszego różnicowania narzędzi wypłat inwestorskich, a klasyczna jednoinstrumentowa polityka dywidend jest wypierana przez nowoczesną wieloinstrumentalną politykę płatności spółki wobec inwestorów. Alternatywne instrumenty tej polityki coraz częściej uzupełniają bądź nawet zastępują wypłaty regularnych, okresowych dywidend. Pozwala to na kreowanie i realizowanie bardziej efektywnej i elastycznej polityki płatności w spółkach kapitałowych.

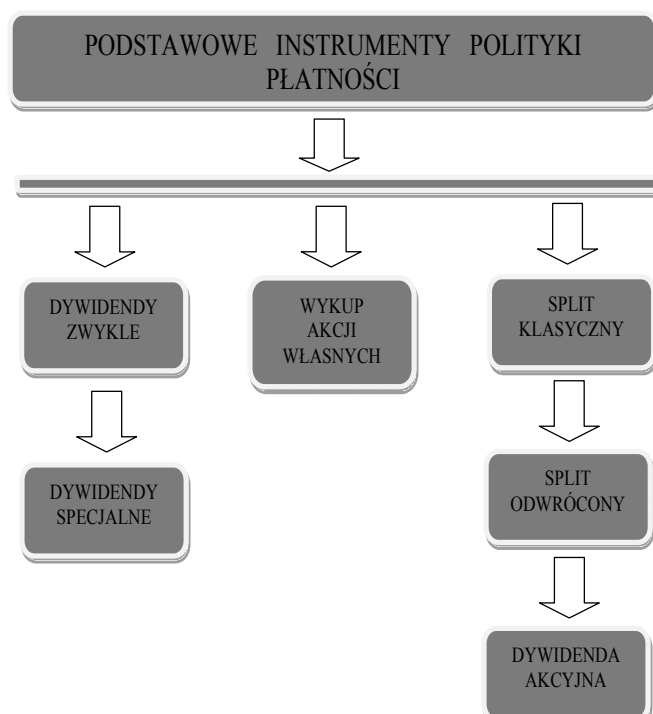
Jednym z ważnych instrumentów płatności wobec inwestorów pozostaje dywidenda specjalna (*specially designated dividend*, SDD). Pomimo zmiany charakteru i funkcji tego instrumentu w ostatnich kilkudziesięciu latach, jego liczne zalety – zarówno dla przedsiębiorstwa, jak i dla inwestorów – spowodowały, że nie został on wyparty przez inne finansowe narzędzia relacji inwestorskich (na przykład przez wykup akcji własnych) i wciąż stanowi kluczowe narzędzie szeroko rozumianej polityki dywidend. Dywidendy specjalne mogą być interesującym instrumentem także dla mniejszych podmiotów gospodarczych, gdyż ich specyfika (prawna i ekonomiczna) powoduje, że inne instrumenty, na przykład dywidendy akcyjne czy wykup akcji własnych, mogą być dla takich spółek znacznie mniej efektywne. Artykuł charakteryzuje dywidendy specjalne jako jeden z podstawowych instrumentów wypłat inwestorskich przedsiębiorstw i analizuje jego znaczenie, ze szczególnym uwzględnieniem jego wykorzystywania w średnich i małych spółkach kapitałowych. W artykule przedstawiono podstawowe zalety tego instrumentu dla prakty-

ki zarządzania dywidendą w mniejszych spółkach, zanalizowano także podstawowe różnice pomiędzy dywidendą specjalną a innymi narzędziami polityki dywidend.

1. Dywidenda specjalna jako instrument polityki płatności wobec udziałowców

Wiele przedsiębiorstw wykorzystuje zróżnicowany arsenał metod płatności, stanowiących substytuty dla klasycznej, regularnej dywidendy inwestorskiej. Specyfikację najczęściej wykorzystywanych instrumentów realizacji polityki płatności w spółkach przedstawiono na rysunku 1.

Dywidendy zwykle mają charakter gotówkowych wypłat o charakterze regularnym i okresowym. Okresy płatności są zróżnicowane – w przypadku firm europejskich wynoszą najczęściej rok, podczas gdy dywidendy w USA są zwykle wypłacane co kwartał. Zróżnicowana jest także polityka płatności, przy czym wiele firm stara się utrzymywać – w miarę swoich finansowych możliwości – stały poziom kolejnych wypłat.



Rys. 1. Instrumenty polityki płatności w spółkach akcyjnych

Źródło: Opracowanie własne.

Split jest wymianą akcji danej spółki na akcje o innym nominale (niższym – w przypadku splitu klasycznego i wyższym – dla splitu odwróconego), dokonywaną głównie z myślą o zwiększeniu płynności danej akcji. Dywidenda akcyjna, zamiast w gotówce, jest wypłacana w postaci walorów danej spółki (zwykle akcji nowej emisji).

Wykup akcji własnych przez spółkę jest formą dystrybucji jej kapitału do udziałowców, realizowaną najczęściej w formie zakupu akcji ze środków własnych przedsiębiorstwa. Wykup taki – który staje się jedną z najważniejszych, pod względem kwotowym, instrumentów wypłat inwestorskich – umożliwia dokonanie zmian w strukturze kapitałowej spółki, a także wytransferowanie do właścicieli nadmiaru gotówki, może on także być efektywnym instrumentem ochrony przed wrogiem przejęciem.

Dywidendy specjalne (*specially designated dividends*, SDD) stanowią kolejną, wydzieloną kategorię dywidend. Dywidendy specjalne wypłacane są nieregularnie, mają charakter jednorazowy (sporadyczny). Mogą one 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),
- dywidendy nadzwyczajnej (wynikłej z powstania w firmie jakichś specjalnych okoliczności)
- dywidendy likwidacyjnej (dokonywanej w sytuacji likwidacji części działalności spółki lub jej całkowitej likwidacji).

Rola dywidend specjalnych i ich znaczenie w realizowaniu polityki relacji inwestorskich uległa w świecie w ostatnich latach znaczącej ewolucji¹. Do lat 80. XX wieku niemal połowa firm notowanych na giełdzie NYSE wypłacała dywidendy specjalne, a poziom wypłat przekraczał 20% wszystkich wypłaconych dywidend. Część firm, które wypłacały SDD, czyniło to regularnie (za wyjątkiem okresów recesji), podczas inne spółki robiły to sporadycznie. Dywidendy specjalne pełniły funkcję narzędzia wykorzystywanego do modyfikowania płatności inwestorskich w poszczególnych okresach cyklu koniunkturalnego, co umożliwiało firmom dopasowywanie poziomu płatności inwestorskich do poziomu uzyskiwanych zysków. W latach 80. XX wieku częstotliwość wypłat SDD na rynku amerykańskim zaczęła spadać, co zbiegło się ze wzrostem popularności wykupu akcji własnych. Zjawisko to nasiliło się jeszcze bardziej w kolejnych latach, spychając SDD do roli mniej znaczącego instrumentu polityki dywidend w przedsiębior-

¹ Ze względu na krótką historię i niewielki zakres wykorzystywania dywidend na polskim rynku finansowym historyczne znaczenie dywidend specjalnych jest znacznie lepiej widoczne na rynku amerykańskim.

stwach². Ten typ dywidend nie uległ jednak zupełnemu zanikowi. Pomimo spadku zainteresowania odnotowano zjawisko znaczącego wzrostu przeciętnej wartości wypłacanych dywidend specjalnych (mierzonego zarówno kwotowo, jak i w relacji do wartości rynkowej kapitału przedsiębiorstwa). Pojawiać się także zaczęły, niemal nieznane wcześniej, dywidendy specjalne o bardzo wysokim poziomie wypłat (przekraczające 5–10% wartości kapitału własnego emitującego ją przedsiębiorstwa). Współczesne dywidendy SDD są więc zwykle zarówno wyższe, jak i rzadsze niż dywidendy regularne. Zjawisko to interpretowano jako przejście przez SDD nowych funkcji i odchodzenie od ich tradycyjnej roli jako narzędzia zagospodarowania okresowych nadwyżek spółki. Ogólnie uważa się, że SDD są powiązane z realizowaniem przez spółki zadań o nadzwyczajnym (specjalnym) charakterze, co przeciwstawia je klasycznym, regularnym dywidendom gotówkowym. Podstawowe funkcje, jaki przypisuje się obecnie dywidendom specjalnym, obejmują między innymi: wygładzanie wypłat dla akcjonariuszy w okresie obniżania lub redukcji regularnych dywidend, obronę przed wrogim przejęciem oraz bycie narzędziem restrukturyzacji finansowej lub kapitałowej przedsiębiorstwa (np. zmiana strategii finansowania przedsiębiorstwa poprzez zwiększenie poziomu lewarowania).

Dywidendom specjalnym przypisuje się także ważne funkcje informacyjne (sygnalizacyjne). Z wypłatą dywidend specjalnych wiąże się zwykle (potwierdzona empirycznie) dodatnia reakcja rynku finansowego. Najczęstsze wyjaśnienia pozytywnej reakcji rynku na ogłoszenie specjalnych dywidend dotyczą: zmniejszenia problemów związanych z kosztami agencji, powiązanych z utrzymaniem i generowaniem przepływów pieniężnych, traktowania SDD jako sygnału poprawy zysku spółki oraz transferu bogactwa z obligacji do akcjonariuszy. Niekiedy SDD są także traktowane jako prekursor wzrostu lub spadku regularnych dywidend, wynikający z przekonania wielu inwestorów, że wzrost wysokości płatności specjalnych dywidend jest zapowiedzią wzrostu regularnych dywidend, a zniesienie płatności SDD to sygnał redukcji regularnej dywidendy.

Niekiedy firmy stają przed dylematem wyboru sposobu zagospodarowania nadwyżki finansowej bądź poprzez podniesienie regularnej dywidendy, bądź wypłatę dywidendy specjalnej. Praktyka wskazuje, że rozwiązanie tego dylematu będzie często związane z realizacją jednej z podstawowych zasad polityki wypłat inwestorskich – asymetrycznej reakcji rynku finansowego na zmiany polityki dywidend (*wzrost dywidendy wiąże się zwykle tylko z umiarkowanymi wzrostami cen akcji firmy, podczas gdy spadkom dywidend towarzyszą silne negatywne reakcje cenowe*). Podniesienie płatności dywidendy regularnej jest odbierane przez rynek jako sygnał poprawy perspektyw firmy, stanowiący rodzaj zobowiązania spółki do wyższych płatności inwestycyjnych w przyszłości. Jeżeli więc władze spółki mają

² H.K. Baker, T.K. Mukherjee, G.E. Powell, *Distributing Excess Cash: The Role of Specially Designated Dividends*, „Financial Services Review” 14 (2005), s. 111–131.

uzasadnione obawy, czy będą w stanie utrzymać w przyszłości podwyższony poziom dywidend, to będą starały się unikać podnoszenia poziomu regularnej dywidendy gotówkowej. W takiej sytuacji, aby uniknąć negatywnej reakcji rynku i ewentualnego spadku cen akcji, alternatywnym rozwiązaniem może być wykorzystanie dywidendy specjalnej. Ze względu na jej jednorazowy i specjalny charakter nie jest ona odbierana przez rynek finansowy jako znak podniesienia stałych wypłat dla akcjonariuszy i stanowi czytelny sygnał, zapobiegający zwiększeniu poziomu oczekiwań rynku. Jest to szczególnie istotne, gdy wzrost wielkości posiadanej gotówki jest wynikiem takich jednorazowych zdarzeń nadzwyczajnych jak np. sprzedaż części aktywów spółki, wygrana sądowa czy uzyskanie odszkodowania.

Dywidenda specjalna jest często postrzegana jako instrument alternatywny wobec wykupu akcji. Kwestia komplementarności obu instrumentów jest przedmiotem wielu badań teoretycznych i empirycznych, jednak fakt zmniejszania się popularności SDD nie wiąże się zwykle bezpośrednio ze wzrostem powszechności wykupów akcji własnych³. To, co łączy oba instrumenty, to przede wszystkim fakt, że SDD i wykup akcji własnych umożliwiają menedżerom tymczasowy wzrost płynności, bez zobowiązań do kontynuowania podwyższonej dystrybucji w kolejnych latach. Niekiedy menedżerowie mogą zastępować SDD przez wykup akcji własnych dla korzyści podatkowych, związanych z tą drugą formą dystrybucji. To, co dzieli te instrumenty, to przede wszystkim – opisane powyżej – różne regulacje prawne, ograniczające możliwości realizowania wykupu akcji własnych.

2. Dywidendy specjalne w małych i średnich przedsiębiorstwach

Polityka dywidend w małych i średnich przedsiębiorstwach jest stosunkowo rzadkim przedmiotem analiz, gdyż – co potwierdzają liczne badania empiryczne – takie przedsiębiorstwa są znacznie rzadszymi płatnikami dywidend niż duże podmioty gospodarcze. Niższy poziom płynności dywidend w mniejszych przedsiębiorstwach skutkuje jedną z najważniejszych tendencji w zakresie polityki płynności dywidend we współczesnej gospodarce, jaką jest koncentracja wypłat dywidend na firmach dużych. Przedstawione tu zjawisko nie oznacza jednak, że dla mniejszych podmiotów gospodarczych polityka dywidend ma niewielkie znaczenie. Przeciwnie, w wielu wypadkach jest ona jednym z kluczowych czynników, decydujących o rozwoju lub stagnacji danej spółki. Różnice w podejściu do wypłat dywidend pomiędzy firmami dużymi i mniejszymi mają wiele źródeł, a do grupy czynników, które mają w tym kontekście największe znaczenie, zaliczyć można:

³ H. DeAngelo, L. DeAngelo, D.J. Skinner., *Payout policy in the 21st century*, „Journal of Financial Economics” Vol. 57, Wrzesień 2000, s. 309–354.

- łatwiejszy dostęp do rynków finansowych, jaki mają firmy duże, co powoduje występowanie mniejszego nacisku na wykorzystywanie do przeprowadzania inwestycji zysków zatrzymanych,
- znaczący udział w dużych firmach inwestorów instytucjonalnych (posiadają zwykle dużą siłę przetargową w negocjacjach z zarządem, co powoduje ich większy wpływ na menedżerów w zakresie wypłat dywidend),
- funkcjonowanie w sektorach o niższym poziomie wypłat (poziom dywidend zależy od sektora, w którym funkcjonuje dany podmiot, przy czym dywidendy są tym wyższe, im niższy jest poziom konkurencyjności danego rynku); firmy małe nadzwyczaj rzadko operują w sektorach zmonopolizowanych, a dominująca ich większość funkcjonuje w sektorach, w których obniżony poziom kosztów wejścia powoduje wysoki poziom konkurencyjności,
- dominacja dywidend w przedsiębiorstwach „dojrzałych”, funkcjonujących od wielu lat na rynku – firmy młodsze, zwłaszcza te, które znajdują się w stadium szybkiego rozwoju, unikają płacenia dywidend, starając się przeznaczać wypracowane w toku bieżącej działalności środki na realizację inwestycji (co wymaga pozostawiania większej części zysku netto w spółce, w postaci zysku zatrzymanego),
- empirycznie sprawdzona właściwość, że dywidendy są statystycznie wyższe w firmach, które charakteryzują się wysoką stabilnością poziomu dochodów; ta cecha również jest charakterystyczna raczej dla przedsiębiorstw relatywnie większych⁴.

Do niekwestionowanych zalet dywidend specjalnych należy przede wszystkim wysoki poziom elastyczności w zakresie zarówno wysokości, jak i terminu wypłaty. Ta cecha jest szczególnie istotna w przypadku podmiotów, które nie są w stanie przez dłuższy czas generować regularnych dochodów, przeznaczonych na dywidendę, co jest cechą częściej charakteryzującą mniejsze podmioty gospodarcze. Wypłacie regularnych dywidend nie sprzyja także silny trend rozwojowy spółki, charakteryzujący firmy o dużych możliwościach inwestycyjnych. Obie wymienione powyżej cechy wskazują, dlaczego firmy młodsze, mniejsze i znajdujące się we wcześniejszej fazie rozwoju swojego cyklu życiowego, powinny preferować bardziej elastyczne formy płatności – w tym dywidendy o charakterze specjalnym kosztem klasycznej dywidendy.

Wykorzystywanie dywidendy specjalnej jako formy wypłat inwestorskich w mniejszych spółkach charakteryzuje się kilkoma cechami. Różnice – w porównaniu z innymi podmiotami – mogą na przykład być efektem regulacji prawnych. Wiele krajowych przepisów, dotyczących możliwości realizacji wykupu akcji wła-

⁴ S. Zarębski, *Wykup akcji własnych jako forma płatności inwestorskich w małych spółkach giełdowych*, Zeszyty Naukowe US, *Mikrofirma 2010*, Szczecin 2010, s. 234.

snych, ogranicza takie uprawnienia jedynie do spółek akcyjnych (tak jest m.in. w k.s.h.), co może uniemożliwić wykorzystanie tej formy płatności w mniejszych spółkach (które często mają np. postać spółki z ograniczoną odpowiedzialnością).

Zarówno sygnalizacyjne teorie dywidend, jak i tzw. teorie FCF (*Free Cash Flow*) mogą wskazywać na większą przydatność dywidendy specjalnej w mniejszych podmiotach gospodarczych. Wiąże się to z faktem, że duże podmioty, dokonujące emisji publicznej swoich akcji, są przedmiotem licznych regulacji, dotyczących bieżącego ujawniania swojej sytuacji finansowej, podczas gdy takiemu reżimowi informacyjnemu nie podlegają firmy niepubliczne. Stąd potrzeba zarówno dokładniejszego odczytywania sygnałów pochodzących ze spółki, jak i obowiązek ściślejszego rozliczania kierownictwa spółki z posiadanych zasobów gotówkowych i regularnego odzyskiwania niewykorzystywanych lub nieefektywnie wykorzystywanych środków. Gospodarka finansowa mniejszych podmiotów gospodarczych powinna ponadto charakteryzować się większą odpowiedzialnością i ostrożnością niż w relatywnie większych spółkach także ze względu na mniejszy margines błędu, jak i (statystycznie) mniejszą zdolność kredytową. Powoduje to z jednej strony większe oparcie się elastycznych formach wypłat (jak choćby SDD czy wykup akcji własnych), z drugiej jednak strony wywoływać powinna większą troskę o każdą dodatkową kwotę wypływającą ze spółki w postaci dywidendy.

Podsumowanie

1. Wzbogacanie zestawu wykorzystywanych w spółkach instrumentów polityki dywidend jest podstawowym trendem rozwojowym we współczesnej polityce relacji inwestorskich. Istotną tendencją w tym zakresie jest także różnicowanie funkcji, jakie poszczególne narzędzia pełnią w realizowaniu szeroko rozumianej polityki dywidend. W tym kontekście dywidenda specjalna jest instrumentem służącym rozszerzeniu możliwych funkcji, jakie mogą być realizowane przez poszczególne spółki.
2. Dywidendy specjalne mogą realizować ważne – i odmienne od klasycznych dywidend – funkcje związane z kształtowaniem polityki dywidend, dlatego mogą one stanowić interesujący dla zarządzających i właścicieli, uzupełniający instrument tej polityki. Tymczasem dywidendy specjalne nie są często wykorzystywanym instrumentem przez polskie spółki giełdowe. Sporadycznie były one wypłacane m.in. przez Orlen, Mostostal Warszawa, Bank Handlowy czy Telekomunikację Polską. Jedną z największych kwotowo dywidend specjalnych w Polsce była wypłata w listopadzie 2009 roku przez Skarb Państwa holenderskiemu ubezpieczycielowi Eureko kwoty 3,55 mld zł z dywidendy specjalnej

PZU (przynależnej Skarbowi Państwa) w ramach ugody, jaką zawarto z tą instytucją finansową⁵.

3. Dywidenda specjalna może być szczególnie istotnym praktycznym narzędziem płatności inwestorskich dla mniejszych spółek akcyjnych. Spółki te mają często mniejsze możliwości wypłat regularnych dywidend, dlatego rozszerzenie palety stosowanych instrumentów płatności może stanowić ważny element polityki wypłat. Dywidenda specjalna może także skutecznie przekazywać sygnały o sytuacji finansowej spółki (także w przypadku, gdy nie jest to spółka publiczna).
4. Potencjalne wysokie znaczenie dywidend specjalnych może być także – dla mniejszych podmiotów gospodarczych – efektem regulacji prawnych, dotyczących wykupu akcji własnych. Prawne możliwości dokonania operacji takiego wykupu, zwłaszcza dla spółek funkcjonujących w formie spółek o ograniczonej odpowiedzialności, są znacznie mniejsze niż dla spółek akcyjnych. Jednocześnie jednak brak powszechnej tradycji wykorzystywania tego instrumentu w praktyce polskich przedsiębiorstw może stanowić barierę dla jasnego odczytywania sygnałów pochodzących ze spółek dokonujących wypłat SDD i może znacznie redukować ich walory sygnalizacyjne.

SPECIAL DIVIDENDS AS A FORM OF INVESTMENT PAYMENT IN SMALL AND MEDIUM SIZED CAPITAL COMPANIES

Summary

Article characterizes special dividends, as one of the main instruments of investor's payments in companies and examines its importance, with particular emphasis on its use in medium and small sized enterprises. The article presents the main advantages of this instrument for the practice of dividend management in smaller companies and also analyzes the main differences between the special dividends, and other dividend policy tools.

Translated by Sławomir Zarębski

⁵ Za najwyższą w historii wypłatę dywidendy specjalnej na rynku amerykańskim uchodzi dywidenda wypłacona w lipcu 2004 r. przez Microsoft Corp. Firma ta zrealizowała wypłatę dywidendy w postaci jednorazowej płatności gotówkowej wobec swoich akcjonariuszy w wysokości 32 mld dol. (3 dol. za każdą akcję).