

Cykl życia spółki a polityka dywidend i poziom realizowanych inwestycji

Agata Sierpińska-Sawicz*

Streszczenie: W artykule podjęto problem zależności między cyklem życia firmy a polityką dywidend i poziomem realizowanych inwestycji. Czynniki te mają wpływ na dobór źródeł finansowania rozwoju spółek. W pierwszych dwóch fazach cyklu życia (start i ekspansja) spółki nie płacą dywidend. Wygospodarowane zyski przeznaczają na kapitał własny w celu zwiększenia zdolności do zaciągania długów. W fazie szybkiego wzrostu firmy przeznaczają na dywidendy 5–15% zysku netto oraz wypłacają dywidendy akcjami. Zyski zatrzymane oraz zaciągnięte długi kierują na realizację inwestycji. W fazie stabilnego wzrostu spółki mogą przeznaczyć 40–60% zysku netto na dywidendy, gdyż tempo inwestycji spada, co zmniejsza zapotrzebowanie na kapitały, a równocześnie spółka ma większą zdolność do korzystania z rynku długu. W ostatniej fazie cyklu życia (dojrzałości) poziom wypłat dywidend zależy od zakresu realizowanych inwestycji oraz restrukturyzacji w celu zapobieżenia upadłości. Część zysku netto spółka kieruje na inwestycje w konsolidację lub dywersyfikację działalności.

Słowa kluczowe: cykl życia firmy, polityka dywidend, źródła finansowania, inwestycje

Wprowadzenie

Jednym z kluczowych warunków osiągnięcia sukcesu na rynku jest racjonalne zarządzanie finansami w poszczególnych etapach cyklu życia przedsiębiorstwa. Realizacja częściowych strategii w ramach globalnej strategii finansowej, takich jak podział zysku, racjonalny dobór źródeł finansowania czy też zakres realizowanych inwestycji, zdeterminowana jest fazą cyklu życia, w której znajduje się przedsiębiorstwo. Sposób realizacji tych strategii powinien ułatwiać elastyczne dostosowywanie się przedsiębiorstwa do zmieniającego się otoczenia i zapewnić mu wzrost i rozwój w sprzyjających warunkach gospodarczych. Wymienione strategie częściowe kształtują obraz przedsiębiorstwa na rynku oraz są źródłem przewag konkurencyjnych. Szczególne znaczenie ma również zapewnienie ciągłości działania firmy. Ryzyko upadłości na poszczególnych etapach cyklu życia przedsiębiorstw jest bowiem zróżnicowane. Jest ono znacznie wyższe w pierwszym okresie funkcjonowania (startu i rozbudowy) firmy niż w okresie dynamicznego jej rozwoju. Poziom tego ryzyka warunkuje decyzje finansowe dotyczące podziału zysku i doboru źródeł finansowania.

* dr Agata Sierpińska-Sawicz, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Katedra Controllingu, Analizy Finansowej i Wyceny, ul. Powstańców Wlkp. 16, 61-895 Poznań, e-mail: agata.sierpinska-sawicz@ue.poznan.pl.

Celem artykułu jest pokazanie zależności między fazą cyklu życia firmy a poziomem wypłacanych dywidend i realizowanych inwestycji a doбором źródeł finansowania w poszczególnych etapach tego cyklu.

1. Cykl życia firmy a polityka dywidend

Poglądy na temat cyklu życia przedsiębiorstwa w literaturze są dość zróżnicowane. W klasycznej teorii cyklu życia firmy rozróżnia się pięć etapów: początek, ekspansja, szybki rozwój, stabilny wzrost, dojrzałość i schyłek. W syntetycznym ujęciu wyodrębnia się fazę początkową (koncepcja, rozwój i komercjalizacja działalności) i fazę późną (konsolidacja, dojrzałość) (Jabłoński, Jabłoński 2013: 19). Umieszczenie spółki na typowej biznesowej „drodze życia” determinuje zarówno skalę jej działalności, jak i przede wszystkim bieżącą zyskowość oraz dostępne możliwości inwestycyjne. Marshall spostrzegł prawidłowość, niezwykle istotną dla decyzji w zakresie polityki podziału zysku, że w jednym czasie część przedsiębiorstw jest w fazie rozwoju, część natomiast w fazie upadku. Jako zapowiedź biologicznej teorii przedsiębiorstwa (cyklu życia firmy) stworzył on podwaliny dla teorii polityki dywidend w zależności od fazy rozwoju przedsiębiorstwa (Gruszecki 2002: 58).

Teoria dywidend oparta na cyklu życia spółki zakłada, że spółka zaczyna płacić dywidendę, kiedy przechodzi z fazy wysokiego tempa rozwoju w fazę niskiego tempa wzrostu, czyli z fazy niedojrzałości w fazę dojrzałości w cyklu życia. Spadek tempa wzrostu spółki, rentowności i ryzyka systematycznego określa moment przejścia do fazy dojrzałości. Spółki we wczesnej fazie rozwoju potrzebują środków na inwestycje, stąd rzadko płacą dywidendy w przeciwieństwie do spółek dojrzałych, w których zapotrzebowanie na środki finansujące rozwój jest mniejsze (Bulan, Subramanian 2011). Bierze się to stąd, że wraz z rozwojem możliwości inwestycyjne spółek maleją, powodując zmniejszenie zapotrzebowania na nakłady inwestycyjne, stąd więcej środków zostaje na wypłaty dywidend.

W tabeli 1 zaprezentowana została zdolność spółki do wypłat dywidend w poszczególnych fazach cyklu jej życia. W początkowym okresie firma nie generuje wolnej gotówki, w związku z czym nie wypłaca dywidendy. „Cechą przedsiębiorstw znajdujących się we wczesnej fazie rozwoju jest bowiem prowadzenie działalności gospodarczej skoncentrowanej wokół niepewnej koncepcji, idei czy pomysłu. Przedsiębiorstwa tego typu nie osiągają jeszcze żadnych lub osiągają niewielkie przychody ze sprzedaży, co powoduje powstawanie strat z prowadzonej działalności. Zarządzający koncentrują się na działalności operacyjnej, nie zaś na realizacji celów finansowych” (Szczebankowski 2013: 143).

Sukces na rynku i popyt na produkty firmy powoduje wzrost zysków i aktywów. Każdy, nawet mały, wzrost wolumenu sprzedaży daje duże przełożenie na zysk i wzrost stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. Jednakże w fazie intensywnego rozwoju skumulowane zyski *per saldo* nie zawsze są dodatnie i często podlegają dużym wahaniom. Dodatkowo, potencjalne zagrożenia ze strony konkurencji i otoczenia biznesowego narzucają konieczność pozostawienia wygosparowanych zysków w spółce. Stąd, jeśli zdecyduje się ona na

wypłatę dywidend, to tylko w formie akcji, gdyż powiększenie kapitału własnego poprawi jej zdolność do korzystania z rynku długu. W początkowej fazie etapu drugiego dywidendy są wypłacane w postaci nowo wyemitowanych akcji. Również w dalszych latach etapu drugiego korzysta się z tej formy wypłat dywidend. Pod koniec etapu drugiego spółka może płacić niskie dywidendy gotówkowe, aby poinformować inwestorów, że firma jest zyskowna, lecz gotówka jest potrzebna do dalszego rozwoju firmy. W okresie szybkiego wzrostu możliwości płacenia dywidend są wyższe niż w etapie drugim, ponieważ kapitały z zewnątrz stają się bardziej dostępne i tańsze. Spółka uzyskuje korzyści z inwestycji i może wypłacać rosnącą dywidendę. Wskaźnik wypłat dywidend zwykle wzrasta z niskiego poziomu, wynoszącego od 5 do 15% zysków netto w etapie wzrostu, do znacznego poziomu 25–40% zysków do podziału w następnym etapie (Sierpińska 1999: 108).

Tabela 1

Cykl życia firmy a poziom i formy wypłat dywidend

Faza działalności firmy	Stopa wypłat dywidend (%)	Forma wypłat dywidend
Początek, start	0	całość zysku przeznaczana na rozwój
Ekspansja	0	całość zysku przeznaczana na rozwój
Szybki wzrost	5–15	niskie dywidendy gotówkowe akcje
Stabilny wzrost	25–40	niskie do umiarkowanych wypłaty dywidend gotówkowych akcje
Dojrzałość, upadłość	40–60	wysokie dywidendy gotówkowe

Źródło: opracowanie własne na podstawie Sierpińska (1999): 108.

W miarę przechodzenia firmy od fazy stabilnego wzrostu do dojrzałości maleje zapotrzebowanie na kapitały własne przeznaczone na rozwój, rosną możliwości korzystania z rynku długu. Może zatem rosnąć stopa wypłat dywidend. W ostatniej fazie rozwoju firmy przeznaczają na dywidendy średnio od 40–60% zysku, ale w niektórych sytuacjach cały zysk może być wytransferowany na dywidendy. Zależy to od indywidualnych potrzeb firmy, poziomu zmienności zysków i sprzedaży charakterystycznych dla branż surowcowych oraz poziomu dźwigni operacyjnej i finansowej. Gdy spółka znajduje się w fazie dojrzałości, może wypłacać wysoką dywidendę gotówkową. Ponadto, gdy nie planuje ona znaczących inwestycji dysponując jednocześnie dużą liczbą wolnych środków pieniężnych, może zdecydować się na odkupienie akcji własnych.

Badając politykę dywidend wieloaspektowo, H. DeAngelo, L. DeAngelo oraz R. Stulz (2006: 229) rozszerzyli listę czynników determinujących decyzje o wypłatach dywidend o wynikające z teorii cyklu życia firmy zmienne opisujące dojrzałość spółki: liczba lat od chwili „publicznienia” akcji, a przede wszystkim wskaźnik zysków zatrzymanych do kapitałów własnych, oraz wskaźnik zysków zatrzymanych do aktywów ogółem. Stwierdzili oni, że bardziej skłonne do płacenia dywidend są firmy dojrzałe.

Należy podkreślić, że nieoczekiwane zmiany w wysokości wypłacanych dywidend mają dużo wyższą wartość informacyjną w firmach mniejszych niż już rozwiniętych. Wyjaśnione może to być przez fakt większej asymetrii informacyjnej pomiędzy menedżerami a akcjonariuszami firmy. W młodych organizacjach często zdarza się, że normy ładu korporacyjnego nie są jeszcze przestrzegane, a działalność informacyjna wymaga ponoszenia stosunkowo dużych kosztów. Małe firmy nie zawsze mogą sobie na nie pozwolić.

Analiza wypłat dywidend pod kątem cyklu życia spółki umożliwia zrozumienie decyzji menedżerów dotyczących wysokości wypłat z zysku. Nieprzypadkowo przedsiębiorstwa wysoko wzrostowe (teleinformatyczne, biotechnologiczne) na ogół nie płacą dywidendy, a rosnące zyski reinwestują i wzmacniają wysokie tempo wzrostu. Z kolei przedsiębiorstwa znajdujące się w okresie stabilnego wzrostu (między innymi spółki paliwowe, spożywcze, banki), dysponujące znaczną wolną gotówką i mniejszymi potrzebami inwestycyjnymi, mogą wypłacać wyższą dywidendę (Szablewski 2005: 47). Optymalna polityka dywidend powinna być zatem przedmiotem troski każdego zarządu spółki i powinna zapewniać jej zrównoważony rozwój.

2. Cykl życia firmy a poziom realizowanych inwestycji

Sklonność do inwestowania w poszczególnych fazach cyklu życia jest mocno zróżnicowana i zależy od tempa wchodzenia spółki na rynek i dostępności kapitału na finansowanie inwestycji. Zakres i rodzaj realizowanych w poszczególnych fazach cyklu życia firmy inwestycji zaprezentowano w tabeli 2. W pierwszej fazie cyklu firma inwestuje w rozwój

Tabela 2

Fazy cyklu życia spółki a poziom inwestycji i polityka doboru źródeł finansowania

Faza cyklu życia spółki	Faza 1 Początek, start	Faza 2 Ekspansja	Faza 3 Szybki wzrost	Faza 4 Stabilny wzrost	Faza 5 Dojrzałość, spadek
Inwestowanie	rozwijanie koncepcji inwestowania i budowanie przewagi konkurencyjnej	przełożenie koncepcji inwestowania na wysoki zwrot z inwestycji	budowanie przewag konkurencyjnych po to, aby chronić wysoką stopę zwrotu	utrzymanie przewag konkurencyjnych i spadek stopy zwrotu z inwestycji	brak przewag konkurencyjnych i niski zwrot z inwestycji
Źródła finansowania	głównie kapitał własny (wybór ograniczony do kapitału założycielskiego)	głównie kapitał własny, wzrost zapotrzebowania na kapitał, inwestorzy <i>venture capital</i> lub debiut giełdowy	emisja akcji, wzrost udziałów, obligacje zamienne na akcje, kredyty	coraz większy udział długu, szeroki wybór instrumentów dłużnych, w tym obligacji	głównie finansowanie dłużne, firma nie musi pozyskiwać nowego kapitału
Zasada dominująca	zasada inwestowania	zasada inwestowania	zasada inwestowania	zasada finansowania	zasada dywidendy

Źródło: opracowanie własne na podstawie Damodaran (2007): 1407.

podjętej działalności i budowanie pozycji na rynku, jednak zakres inwestycji nie jest zbyt wysoki, gdyż źródłem finansowania inwestycji są głównie środki własne. W drugim etapie cyklu życia – ekspansji – przychody ze sprzedaży i stopa zwrotu z aktywów rosną w przyspieszonym tempie. Im spółka jest młodsza, tym większy ma zakres dostępnych inwestycji o dodatnich NPV. Źródłem ich finansowania są zyski zatrzymane oraz środki zewnętrzne pozyskiwane przez emisję akcji i z instrumentów dłużnych. Poziom realizowanych inwestycji, na które pozwala rynek, zależy w tej fazie od możliwości pozyskania kapitału.

W fazie szybkiego wzrostu następuje dalszy wzrost sprzedaży, jednak wolniejszy niż we wcześniejszym etapie. Wskaźnik stopy zwrotu z aktywów zaczyna maleć. Powstaje potencjalne zagrożenie ze strony konkurencji i otoczenia biznesowego. Utrzymanie się na rynku narzuca konieczność ponoszenia sporych wydatków inwestycyjnych. Firma inwestuje w nowe produkty w celu poprawy sytuacji rynkowej, bez nich może nie przetrwać na rynku. Poziom niezbędnych inwestycji wpływa bez wątpienia na proporcje podziału zysku.

Kolejnym etapem rozwoju spółki jest faza stabilnego wzrostu, w której firma utrzymuje stabilną stopę wzrostu sprzedaży. Poziom ROA systematycznie spada i zrównuje się ze wskaźnikiem typowym dla całej branży. Spółka musi dokonać wyboru kierunków dalszego rozwoju. Jeśli będzie realizować dotychczasową strategię i pozostanie na obecnym etapie rozwoju, może chylić się ku upadkowi. Musi zatem dokonywać dywersyfikacji produktów, wchodzić na nowe rynki i wprowadzać innowacje produktowe. Aby zapobiec spadkowi sprzedaży i zysków, spółka musi wprowadzać nowe produkty i technologie obniżające koszty. Pozwoli jej to realizować strategię produktową poprzez dywersyfikację produkcji i usług oraz strategię kosztową, w której poprzez obniżkę kosztów będzie mogła obniżyć ceny swoich wyrobów. Kolejne emisje akcji w przypadku firmy dojrzałej będą postrzegane przez inwestorów jako potrzeba dokapitalizowania, nie zaś jako problemy z utrzymaniem na odpowiednim poziomie przepływów gotówki.

W fazie dojrzałości i schyłku niezmiernie ważny staje się wybór ścieżki inwestycyjnej. W tym okresie firma podejmuje inwestycje konsolidacyjne w branży głównie na rynkach międzynarodowych albo dokonuje zasadniczej dywersyfikacji swojej działalności. Ryzyko strategii dywersyfikacji jest jednak wysokie, gdyż inwestując wolne środki w inne niż *core business* obszary, może stracić pozycję lidera w branży i utracić część rynku. Mniej ryzykowne mogą okazać się inwestycje w nowe produkty oraz produkty pokrewne, pozwalające na substytucyjne zaspokajanie potrzeb odbiorców.

Zaprezentowane powyżej zależności między poziomem inwestycji w poszczególnych fazach rozwoju a wypłatami dywidend zostały zweryfikowane przez wielu autorów. W badaniach nad czynnikami decyzji dywidendowych E.F. Fama i K.F. French (2001: 7) uwzględnili możliwości inwestycyjne spółek (mierzone wskaźnikiem wartości rynkowej do wartości księgowej aktywów lub roczną stopą wzrostu aktywów). Ustalili oni, że możliwości te zależą również od wielkości spółek i fazy ich rozwoju. Potrzeby inwestycyjne spółek w różnych etapach ich rozwoju są mocno zdywersyfikowane. Badania prowadzone na rozwiniętych rynkach kapitałowych w zdecydowanej większości potwierdzały wnioski

Famy i Frencha. Z badań giełd nowojorskich wynika, iż dywidendy chętniej płacą firmy rentowne, większe, ale o małych możliwościach inwestycyjnych. Firmy rozwojowe, które preferują zatrzymanie dużej części zysków, wypłacają niskie dywidendy. Kowerski (2011: 69) podkreśla, że wraz z przechodzeniem do kolejnych faz cyklu życia możliwości inwestycyjne spółek maleją, powodując zmniejszenie wydatków kapitałowych, co oznacza, że więcej środków pozostaje na wypłaty dywidend. W tej sytuacji wzrost wartości wypłacanych dywidend oznacza zmiany w cyklu życia spółki i przejście od fazy wysokiego do niskiego wzrostu.

Według McManusa, Gwilyma i Thomasa (2006: 522), jeżeli właściciele planują inwestować w firmę, to tylko w szczególnych przypadkach przeznaczają zysk na wypłatę dywidendy. Jeżeli znaczna część lub cały zysk przeznaczony zostanie na dywidendę, to może oznaczać brak zainteresowania właścicieli dalszym rozwojem przedsiębiorstwa. Do podobnego wniosku dochodzi D. Zarzecki (1999: 171). Jego zdaniem firmy nie powinny płacić dywidend, gdy zarząd dysponuje zestawem projektów inwestycyjnych gwarantujących zwrot przewyższający koszt kapitału. Wówczas rezygnacja z dywidend lub niski ich poziom są uzasadnione oczekiwaniem na wyższe dywidendy w przyszłości. Jeżeli brak jest atrakcyjnych projektów inwestycyjnych, jedynym racjonalnym rozwiązaniem jest wypłacanie wygenerowanych nadwyżek w postaci dywidend.

Również Damodaran (2007: 1023), badając determinanty polityki dywidendowej, podjął problem poziomu realizowanych inwestycji. Zaprezentował on model ekonometryczny, w którym uwzględnił trzy zmienne (ryzyko i niepewność przyszłych inwestycji, atrakcyjność przyszłych inwestycji, kapitalizacja rynkowa) i doszedł do następujących wniosków:

- inwestycje obciążone wyższym ryzykiem powodują redukcję dywidend, a wskaźnik wypłaty dywidend i stopa dywidend powinny być negatywnie skorelowane z ryzykiem inwestycji mierzonym albo betą albo odchyleniem standardowym,
- gdy inwestycje są wysoko opłacalne (duże dodatnie NPV) lub atrakcyjne (np. dające wysoką stopę zwrotu), to należy minimalizować dywidendy; stopa wypłaty dywidendy powinna być negatywnie skorelowana z ROE lub ROIC (ROCE),
- większe firmy w fazie dynamicznego rozwoju i dojrzałości mają łatwiejszy dostęp do kapitału zewnętrznego, stąd mogą wypłacać wyższe dywidendy; wskaźniki dywidendowe są dodatnio skorelowane z wielkością firmy (sugeruje on pomiar wielkości firmy jako logarytm naturalny rynkowej wartości kapitału własnego, czyli $\ln(MV)$).

Brigham i Houston (2005: 215) podają dwa główne czynniki wpływające na kształtowanie się decyzji inwestycyjnych spółki:

1. Liczba atrakcyjnych alternatyw inwestycyjnych – firmy posiadające duże spektrum atrakcyjnych (z punktu widzenia rentowności) projektów inwestycyjnych będą dążyć do ustalania stosunkowo niskich wskaźników wypłat dywidendy. Odwrotnie będzie się działo w spółkach o niewielkim zakresie możliwości inwestycyjnych.

2. Możliwość przyspieszenia albo opóźnienia projektów – elastyczność firmy w kwestii przyspieszania lub odraczania projektów inwestycyjnych pozwala bardziej rygorystycznie przestrzegać polityki stabilnych dywidend.

Zakres realizacji zyskowych przedsięwzięć inwestycyjnych wyznacza poziom dywidendy wtedy, gdy spółka prowadzi rezydualną politykę dywidend. Aby przestrzegać zasad przyjętej polityki dywidend, spółka ma możliwość przyspieszania lub odraczania realizacji tych przedsięwzięć. Zależy to od zapotrzebowania na kapitału wynikającego z realizowanej strategii rynkowej i tempa rozwoju. Podjęcie dodatkowych projektów inwestycyjnych przez przedsiębiorstwo uwarunkowane jest dostępnością zyskowych inwestycji. Firmy, które mają duże potrzeby inwestycyjne, preferują zatrzymanie znacznej części zysku, traktując go jako jedno ze źródeł finansowania inwestycji. Natomiast spółki, które mają mniejsze możliwości rozwoju, charakteryzują się wysokim poziomem wypłat dywidend. Racjonalne decyzje inwestycyjne związane są ściśle z główną działalnością firmy i decydują o sukcesie firmy na rynku. Są one istotne nie tylko dla samego sukcesu gospodarczego przedsiębiorstwa, ale także dla polityki dywidend.

3. Poziom wypłat dywidend a dobór źródeł finansowania

Potrzeby finansowe przedsiębiorstw zmieniają się w zależności od dynamiki uwarunkowań, w jakich funkcjonują. Możliwości zaspokojenia tych potrzeb różnią się w poszczególnych fazach życia podmiotów gospodarczych. Długość kolejnych faz życia w poszczególnych przedsiębiorstwach jest zdeterminowana szeregiem czynników, m.in. specyfiką branży, przyjętą strategią rozwoju, kondycją finansową przedsiębiorstwa i poziomem generowanych wyników (Barowicz 2013: 4). W zależności od fazy, w której znajduje się przedsiębiorstwo, zmianie ulega dobór źródeł finansowania jego działalności.

W fazie początkowej i fazie ekspansji firma ma duże zapotrzebowanie na kapitały. Jednak finansuje się głównie kapitałem własnym pochodzącym od właścicieli, z wygospodarowanego zysku bądź od inwestorów *venture capital*. „Dawcy tego kapitału szukają przedsiębiorstw, najczęściej niewielkich, które posiadają duże potencjalne możliwości rozwojowe, dysponują innowacyjnym produktem, usługą lub innowacyjną metodą wytwarzania. Fundusze *venture capital* lub indywidualni inwestorzy obejmują udziały w spółce i najczęściej wspomagają przedsiębiorców w zarządzaniu innowacyjnym projektem lub w tworzącym się przedsiębiorstwie” (Duliniec 2011: 114). Dodatkowe, zewnętrzne źródła finansowania uzupełniające kapitał własny, to przede wszystkim kredyt kupiecki oraz ewentualne krótkoterminowe kredyty bankowe. W literaturze podkreśla się ponadto, że w pierwszych dwóch fazach cyklu życia głównie właściciele są dawcami kapitału, zaś w fazach następnych stają się jego biorcami poprzez dywidendy.

W fazie szybkiego wzrostu firma ma szerszy dobór instrumentów finansowych. Może wyemitować nową serię akcji zwykłych dla dotychczasowych właścicieli bądź zadebiutować na giełdzie. Może szerzej skorzystać z rynku długu poprzez zaciąganie kredytów lub

emisję obligacji. Jednak poziom kapitału własnego jest jeszcze relatywnie niski, co ogranicza zakres korzystania z finansowania dłużnego. Nadal głównym źródłem finansowania pozostaje kapitał własny (tab. 2). Dodatkowo jest on uzupełniany kapitałem hybrydowym typu *mezzanine capital* w postaci niezabezpieczonej pożyczki podporządkowanej, dającej inwestorom nie tylko oprocentowanie, ale i udział w wypracowanym zysku. W fazie szybkiego wzrostu zazwyczaj zmienia się struktura właścicielska, wychodzi z firmy *venture capital*, zaś kapitał własny jest zasilany przez inwestora strategicznego. W fazie szybkiego wzrostu kredyt jest dość drogi dla przedsiębiorstwa. Również oprocentowanie obligacji zwykłych musiałoby zawierać wysoką premię za ryzyko, wobec tego firmy emitują obligacje zamienne na akcje znacznie niżej oprocentowane od obligacji zwykłych o podobnym ryzyku inwestycyjnym (Duliniec 2011: 115).

W fazie stabilnego wzrostu zmniejsza się zakres realizowanych inwestycji, co ogranicza zapotrzebowanie na kapitały do ich finansowania. Firma posiada relatywnie wysoki kapitał własny zwiększający zdolność do szerokiego korzystania z instrumentów dłużnych w postaci kredytów i emisji obligacji. Stabilna sytuacja finansowa przedsiębiorstwa zwiększa jego wiarygodność kredytową, sprzyja spadkowi odsetek i obniża koszt kapitału. W tej fazie właściciele przedsiębiorstwa z dawców kapitału stają się przeważnie biorcami. Finansowanie wewnętrzne przekracza potrzeby inwestycyjne, stąd firma może zwiększyć poziom wypłacanych dywidend.

W fazie dojrzałości i spadku zapotrzebowanie na kapitały zależy od strategii dalszego utrzymania firmy na rynku. W warunkach dywersyfikacji działalności firma zatrzymuje część wygospodarowanego zysku netto, zaciąga długi i wchodzi w nowe sektory działalności. W tej fazie cyklu życia spada udział kapitału własnego w strukturze źródeł finansowania spółki. Udział długu w tej strukturze jest relatywnie wysoki. Długi są zazwyczaj rolowane. Środki pozyskane z emisji obligacji służą do wykupu wcześniejszej serii obligacji. Przedsiębiorstwo nie emituje nowych akcji ze względu na nikłe zainteresowanie inwestorów firmą w fazie schyłkowej oraz brak zapotrzebowania na dodatkowy kapitał własny. Zmniejszenie udziału kapitałów własnych obniża bezpieczeństwo finansowe, stąd dawcy kapitału oczekują wyższego oprocentowania.

Jak już wykazano, poziom zadłużenia przedsiębiorstw zmienia się w czasie. W każdej z faz cyklu życia poziom ten jest uwarunkowany bieżącą polityką finansową. Według Frieilinghausa, Mosterta i Fire'a (2005: 13–14), zadłużenie wzrasta wraz z rozwojem podmiotu i jego wychodzeniem z wczesnych faz cyklu życia, spada natomiast wraz z wchodzeniem przez przedsiębiorstwo w fazę schyłkową. Firmy znajdujące się we wczesnych i końcowych fazach cyklu życia nie są w stanie sprostać ryzyku finansowemu, podczas gdy podmioty o ustabilizowanej pozycji mogą ponieść dodatkowe ryzyko towarzyszące finansowaniu długiem, stąd przedsiębiorstwa w fazie wzrostu i schyłku finansowane są kapitałem własnym, natomiast w fazie dojrzałości kapitał własny zastępowany jest kapitałem obcym.

Dobierając źródła finansowania, przedsiębiorstwo musi mieć na uwadze przede wszystkim długookresowy cel swojej działalności, widzieć współzależność działalności bieżącej i rozwojowej, umiejętnie oceniać relację między efektem dźwigni a kosztem kapitału, a także dostrzegać konieczność okresowego przewartościowania długookresowej strategii finansowej, stosownie do zmieniających się warunków ekonomicznych, społecznych czy politycznych (Ostaszewski 2003: 264).

Sposób, w jaki spółka się finansuje, determinuje jej politykę wypłat dywidend na wiele różnych sposobów. Po pierwsze, ważne jest, czy aktualna struktura kapitału jest optymalna. Wypłaty na rzecz akcjonariuszy są jednym ze sposobów dochodzenia do kapitałowego optimum. Po drugie, duży udział długu w finansowaniu powinien działać w kierunku obniżenia poziomu dywidend, ponieważ duży dług jest swoistym zobowiązaniem zarządu do przeznaczenia generowanej gotówki w pierwszej kolejności na jego obsługę. Po trzecie, duży udział długu w finansowaniu jest sam w sobie nośnikiem sygnału na temat prawdopodobnej wysokiej zyskowności spółki w przyszłości, zmniejszając tym samym motywację do stosowania dywidendy w roli nośnika takiego przekazu. Po czwarte, duży udział długu w strukturze kapitału oznacza ograniczenie elastyczności finansowania. Spółka mająca łatwy dostęp do wielu różnorodnych źródeł kapitału może sobie pozwolić na większe wypłaty dla akcjonariuszy. Zatem im większy udział długu w strukturze kapitału, tym niższe wskaźniki wypłat dywidend. Po piąte, w niektórych sytuacjach wierzyciele, w celu zabezpieczenia swoich interesów, mogą wprowadzać ograniczenia co do wypłat dywidend dla akcjonariuszy (Cwynar, Cwynar 2007: 208).

Uwagi końcowe

Reasumując, przedsiębiorstwa muszą konstruować strategię podziału zysku, inwestowania i doboru źródeł finansowania adekwatne do fazy cyklu życia, w której się znajdują. Strategie te mogą stanowić platformę stabilności ich funkcjonowania w dynamicznie zmiennym otoczeniu. Tylko strategie zgodne z etapem rozwoju przedsiębiorstwa mogą zapewnić ciągłość działania na rynku. W etapie początkowym spółki nie mogą wypłacać dywidend, gdyż muszą budować kapitał własny stwarzający możliwości zaciągania długów na realizację inwestycji. Kapitał ten mogą budować nie tylko poprzez zatrzymanie zysków, ale również przez wypłatę dywidend akcjami. W dalszych etapach rozwoju rośnie dostępność do rynku długu, stąd spółki mogą pozwolić sobie na wyższe wypłaty dywidend. W okresie dojrzałości na dywidendy może być przeznaczone ponad 50% zysku netto, a dopływ obcych źródeł finansowania zapewni firmie rozwój poprzez konsolidację lub dywersyfikację działalności. W okresie dojrzałości zakres przedsięwzięć inwestycyjnych zapewniających stopę zwrotu wyższą niż średnia w danej branży jest ograniczony.

Literatura

- Barowicz M. (2013), *Determinanty struktury kapitałowej w cyklu życia przedsiębiorstwa*, „*Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstw*” nr 5, s. 3–13.
- Brigham E.F., Houston J.F. (2005), *Podstawy zarządzania finansami*, t. 2, PWE, Warszawa.
- Bulan L., Subramanian N., *The Firm Life Cycle Theory of Dividends*, w: *Dividends and Dividend Policy*, red. H.K. Baker, John Wiley & Sons, Kindle Edition (27.04 2011).
- Cwynar A., Cwynar W. (2007), *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Polska Akademia Rachunkowości, Warszawa.
- Damodaran A. (2007), *Finanse korporacyjne, Teoria i praktyka*, Helion, Gliwice.
- DeAngelo H., DeAngelo L., Stulz R. (2006), *Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-cycle Theory*, „*Journal of Financial Economics*” vol.81, iss. 2, s. 227–254.
- Duliniec A. (2011), *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*, PWE, Warszawa.
- Fama E.F., French K.F. (2001), *Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?*, „*Journal of Financial Economics*” vol. 60, iss. 1, s. 3–43.
- Frielinghaus A., Mostert B., Fire C. (2005), *Capital structure and the firm's life stage*, „*South African Journal of Business Management*” vol. 36, no. 4, s. 9–18.
- Gruszecki T. (2002), *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Jabłoński A., Jabłoński M. (2013), *Modele biznesu w cyklu życia przedsiębiorstwa – wyzwania strategiczne*, „*Przeгляд Organizacji*” nr 9, s. 17–22.
- Kowerski M. (2011), *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Kraków–Rzeszów–Zamość.
- McManus D., Gwilym O., Thomas S.H. (2006), *Payment history, past returns and the performance of UK zero dividend stocks*, „*Managerial Finance*” vol. 32, iss. 6, s. 518–536.
- Sierpińska M. (1999), *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa–Kraków.
- Szablewski A. (2005), *Maksymalizacja wartości a społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*, w: *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, red. A. Szablewski, R. Tuzimek, Poltext, Warszawa.
- Szczepankowski P. (2013), *Determinanty wartości rynkowej spółek kapitałowych wczesnej fazy rozwoju*, Wydawnictwo Vizja Press & IT, Warszawa.
- Ostaszewski J. (2003), *Zarządzanie finansami w spółce akcyjnej*, Difin, Warszawa.
- Zarzecki D. (1999), *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.

COMPANY'S LIFE CYCLE, DIVIDEND POLICY AND THE LEVEL OF REALIZED INVESTMENTS

Abstract: The article discusses the problem of the relationship between the life cycle of the company, dividend policy and its level of investments. These factors affect firm's choice of financing sources for the development. In the first two phases of their life cycle (start and expansion) companies do not pay dividends. They allocate saved-up profits to equity in order to increase the capacity for incurring debt. In the phase of rapid growth dividends may amount to 5–15% of net profit and are paid as dividends in shares. Retained earnings and debts are targeted on investments. In the phase of stable growth companies may allocate 40–60% of net profit as dividends, as the pace of investment falls which reduces the need for capital and at the same time the company has a greater ability to use the debt market. In the last phase of the life cycle – the maturity, level of dividends depends on the scope of investments and restructuring that are made to avoid bankruptcy. Part of net profit is being redirected to investments in consolidation or diversification of activities.

Keywords: company's life cycle, dividend policy, financing sources, investments

Cytowanie

- Sierpińska-Sawicz A. (2015), *Cykl życia spółki a polityka dywidend i poziom realizowanych inwestycji*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 855, „*Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*” nr 74, t. 1, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 193–202; www.wneiz.pl/frfu.