

# ВЛИЯНИЕ ЖИЗНЕННОГО ЦИКЛА КОМПАНИИ НА ДИВИДЕНДНУЮ ПОЛИТИКУ

Николашина Н.Н.<sup>1</sup>

Выбор определенной дивидендной политики является одним из важных и актуальных вопросов в области управления финансами компании. В данной работе рассматривается один из наиболее современных подходов к дивидендной политике, основанный на анализе жизненного цикла компании.

В статье рассмотрены основные работы, в которых жизненный цикл компании рассматривается с финансовой точки зрения. В этих работах предложены различные способы определения стадии жизненного цикла компании, которые основаны на использовании ряда финансовых показателей. Предложенные количественные показатели позволили разграничить этапы жизненного цикла компании.

Также в статье приведен анализ развития теории дивидендной политики, основанной на анализе жизненного цикла компании. В соответствии с данной теорией дивидендная политика компании существенно зависит от фазы ее жизненного цикла. Одно из основных утверждений данной теории заключается в том, что дивиденды с большей вероятностью будут выплачивать компании, находящиеся на стадии зрелости. В качестве измерителя зрелости компании различные авторы используют разные показатели. В работе представлен обзор основных теоретических и эмпирических исследований, в которых рассматривается теория дивидендной политики, основанной на анализе жизненного цикла компании.

**Ключевые слова на русском:** дивиденды, дивидендная политика, теория жизненного цикла, плательщики дивидендов, неплательщики дивидендов

**JEL:** G35, G32

## Введение

Дивидендная политика является одним из важнейших вопросов финансового менеджмента. Ученые в течение последних десятилетий ведут споры о том, какие факторы влияют на нее.

Существует множество теорий дивидендной политики. К основным из них относятся теория иррелевантности дивидендной политики, сигнальная теория, теория налоговой дифференциации, агентская теория.

За последнее десятилетие появились новые взгляды на дивидендную политику. К наиболее современным подходам к вопросам, касающимся выплаты дивидендов, можно отнести теорию жизненного цикла компании и теорию удовлетворения предпочтений инвесторов. В данной статье указаны основные работы, посвященные вопросам жизненного цикла компании, а также приведен обзор теоретических и эмпирических исследований, в которых развивается теория дивидендной политики, основанной на анализе жизненного цикла компании.

## Жизненный цикл компании с финансовой точки зрения

На протяжении своего жизненного цикла компания последовательно проходит все или только некоторые стадии своего развития, начиная с рождения и заканчивая смертью. Любая компания заинтересована в дальнейшем развитии своего бизнеса и стремится избежать старения и смерти.

Ученые рассматривают вопросы жизненного цикла компании с разных позиций. Такие исследователи, как И. Адизес, Л.Е. Грейнер, У.А. Шмидт, Г.Л. Липпитт, С.Р. Филонович, изучали проблемы жизненного цикла с точки зрения стратегического менеджмента. Данными учеными были предложены различные способы классификаций стадий жизненного цикла

1. Аспирант, старший преподаватель кафедры Биржевого дела и ценных бумаг в ФГБОУ ВПО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова».

компании. Но стоит отметить, что в работах указанных авторов отсутствуют количественные показатели, с помощью которых можно было бы четко разграничить этапы жизненного цикла компании.

Другие исследователи рассматривали жизненный цикл компании с финансовой точки зрения. Одной из первых работ, в которых анализ проводился с этой точки зрения, является статья Дж. Энтони и К. Рамеша (Anthony, Ramesh, 1992). Авторы выделяют три стадии жизненного цикла – рост, зрелость и стагнация, для разграничения которых предложили использовать систему показателей:

- уровень дивидендных выплат;
- рост продаж;
- возраст компании;
- коэффициент капитальных расходов.

Последний показатель рассчитывается как отношение капитальных затрат к рыночной стоимости акций, увеличенной на балансовую стоимость долгосрочного долга.

Проведя анализ по 3686 компаниям, входящим в базу Compustat и CRSP с 1976 по 1986 г., авторы предложили определять стадию жизненного цикла компании, используя комбинацию этих показателей согласно таблице 1.

Таблица 1

#### Соответствие показателей и стадий жизненного цикла компаний

(Anthony, Ramesh, 1992)

Стадии жизненного цикла	Показатели жизненного цикла компаний			
	Дивидендные выплаты	Рост продаж	Коэффициент капитальных расходов	Возраст компании
Рост	низкие	высокий	высокий	молодая
Зрелость	средние	средний	средний	взрослая
Стагнация	высокие	низкий	низкий	старая

Данная статья являлась безусловным прорывом в изучении стадий жизненного цикла с финансовой точки зрения, в отличие от предыдущих исследований И. Адизеса и Л. Грейнера, в которых преобладал менеджериальный подход, не дающий точного количественного измерения отдельных параметров деятельности компании.

Следует отметить, что возраст компании и стадия жизненного цикла являются нетождественными понятиями. Компания, имеющая большой возраст, может находиться на стадии роста за счет своевременного перехода на новые бизнес-процессы и выпуск новой продукции, в результате чего она может постоянно оставаться молодой с точки зрения жизненного цикла. Этот эффект И. Адизес назвал «реинкарнацией бизнеса».

Принципиально новый подход к определению стадий жизненного цикла предложила В. Дикинсон, которая в основу разграничения этапов жизненного цикла положила динамику денежного потока от различных видов деятельности компании. В своей работе она анализирует динамику и соотношение денежных средств от операционной, финансовой и инвестиционной деятельности и в зависимости от того, является денежный поток по соответствующему виду деятельности положительным или отрицательным, определяется стадия жизненного цикла. В результате В. Дикинсон выделила восемь стадий жизненного цикла компаний, представленных в таблице 2, среди которых выделяется три стадии турбулентности, как некоторый переходный период от стадии зрелости к стадии спада. При этом автор выделяет две разновидности стадии спада.

В дальнейшем автор проводит анализ изменения показателей деятельности компании (динамика чистой прибыли, рост продаж, доходность акций и др.) в зависимости от того, на какой

стадии жизненного цикла находится компания. К сожалению, наличие в классификации В. Дикинсона трех стадий турбулентности, на которых знаки движения денежных средств меняются хаотично, и двух стадий спада является малоинформативным, что затрудняет дальнейший анализ взаимосвязи показателей деятельности компаний со стадиями жизненного цикла.

Таблица 2

Стадии жизненного цикла организации и знаки денежных потоков от разных видов деятельности компании (Dickinson, 2007)

Стадия ЖЦО	Зарождение	Рост	Зрелость	Турбулентность	Турбулентность	Турбулентность	Спад	Спад
Знак денежного потока								
Денежный поток от операционной деятельности	-	+	+	-	+	+	-	-
Денежный поток от финансовой деятельности	+	+	-	-	+	-	+	-
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-	-	-	-	+	+	+	+

Аналогичный подход к классификации стадий жизненного цикла, основанный на соотношении денежных потоков от различных видов деятельности, использует И.В. Ивашковская (Ивашковская, 2006). Наряду с показателями денежного потока в работе предлагается рассматривать развитие конкретной компании на протяжении жизненного цикла в системе ключевых финансовых координат: ликвидности, инвестиционного риска и подлинной стоимости, что позволяет более точно определить стадию жизненного цикла.

### Анализ развития теории дивидендной политики, основанной на анализе жизненного цикла предприятия

В соответствии с данной теорией дивидендная политика компании существенно зависит от фазы жизненного цикла компании. На ранней стадии своего развития компания обладает большим потенциалом роста, у нее есть множество инвестиционных возможностей, и на этом этапе компании обычно не платят дивиденды, предпочитая реинвестировать прибыль. По мере перехода от фазы высокого роста к фазе зрелости инвестиционные возможности компании уменьшаются, компании начинают аккумулировать большой свободный денежный поток, который и выплачивают в виде дивидендов. Теория жизненного цикла в отношении дивидендной политики развивается во многих работах (Fama, French, 2001; Grullon, Michaely and Swaminathan, 2002; DeAngelo, DeAngelo, Stultz, 2006). В работе Груллона, Микаэли и Сваминатана в качестве показателя зрелости компании выступает систематический риск, а в работе Дзанджело, Деанджело и Шульца – соотношение заработанного и привлеченного капитала.

#### *Характеристики плательщиков и неплательщиков дивидендов*

Одной из первых работ, развивающей теорию жизненного цикла в отношении дивидендной политики, является работа Фамы и Френча (Fama, French, 2001). В своем исследовании авторы проанализировали характеристики, которыми обладают компании – плательщики дивидендов, а какие особенности характерны для компаний, не производящих дивидендные выплаты.

Ю. Фама и К. Френч исследовали, как менялось поведение американских компаний, чьи акции обращались на NASDAQ, AMEX, NYSE, в отношении дивидендной политики за период с 1926 по 1999 г.

Все компании, которые попали в выборку, были разбиты на плательщиков (Payers) и неплательщиков (Non-Payers) дивидендов, неплательщики в свою очередь подразделялись на ком-

пании, которые никогда ранее не платили дивиденды (Never Paid) и компании, которые раньше являлись плательщиками дивидендов, а теперь нет (Did Pay).

По мнению Ю. Фамы и К. Френча, тремя основными факторами, влияющими на решение компании платить или не платить дивиденды, являются: рентабельность, инвестиционные возможности и размер компании.

В качестве показателя рентабельности авторы используют рентабельность активов.

Инвестиционные возможности измеряются такими показателями, как:

- отношение абсолютного прироста активов к текущей величине активов;
- отношение общей рыночной стоимости компании к бухгалтерской стоимости активов;
- отношение расходов на исследование и разработки (НИОКР) к величине активов компании.

Размер компании оценивался с помощью перцентиля компаний по рыночной капитализации NYSE.

В своей работе авторы пришли к выводу, что плательщиками дивидендов являются крупные, рентабельные компании.

Компании, которые никогда не выплачивали дивидендов, являются более мелкими и менее рентабельными, чем плательщики дивидендов, но они имеют больше инвестиционных возможностей и их инвестиционные затраты намного больше, чем их заработанная прибыль.

Характерными чертами компаний, которые раньше платили дивиденды, а теперь нет, являются низкая прибыль и маленький размер инвестиций.

#### *Систематический риск как измеритель зрелости компании*

Другой важной работой, касающейся теории жизненного цикла в отношении дивидендной политики, является исследование Груллона, Микаэли и Свамнатана (Grullon, Michaely and Swaminathan, 2002). В своей работе ученые опровергают предыдущие сигнальные модели, которые утверждали, что дивидендная политика сообщает информацию о будущих денежных потоках. Напротив, авторы утверждают, что дивиденды несут информацию о систематическом риске компании.

Груллон, Микаэли и Свамнатан предлагают «теорию зрелости», в соответствии с которой увеличение дивидендов несет информацию об изменении стадии жизненного цикла компании, а именно о переходе компании от фазы высокого роста к фазе более низкого роста (фазе зрелости).

Критерием зрелости компании в указанной работе Груллона, Микаэли и Свамнатана выступает систематический риск. Так, в соответствии с их гипотезой зрелости, компании, которые увеличивают дивиденды, демонстрируют значительное снижение в их систематическом риске. Компании, повышающие дивиденды, демонстрируют снижение в рентабельности на протяжении нескольких лет, следующих за годом, когда дивиденды были повышены. Положительная рыночная реакция на увеличение дивидендов в значительной степени связана с последующим снижением систематического риска.

#### *Соотношение заработанного и привлеченного капитала как измеритель зрелости компании*

Дэанджело, Деанджело и Шульц (DeAngelo, DeAngelo, Stultz, 2006) в качестве показателя, отражающего стадию жизненного цикла, на которой находится компания, используют соотношение заработанного и привлеченного капитала. Данное соотношение измеряется с помощью двух коэффициентов:

- отношением нераспределенной прибыли (заработанный капитал) к общему акционерному капиталу (заработанному и привлеченному) (RE/TE);

- отношением нераспределенной прибыли к активам ( $RE/TA$ ), которое показывает, в какой степени совокупные активы финансируются за счет заработанного, а не за счет привлеченного капитала разного типа.

Дэанджело, Деанджело и Шульц в своей работе проверяют гипотезу о том, что компании с более высоким соотношением заработанного и привлеченного капитала ( $RE/TE$ ,  $RE/TA$ ) с большей вероятностью будут выплачивать дивиденды.

По мнению авторов, данные коэффициенты являются наилучшими измерителями стадии жизненного цикла компании, потому что они помогают ответить на вопрос, является ли компания самофинансируемой или зависит от внешнего капитала. Компании с низкими показателями коэффициентов находятся на стадии вливания капитала, при этом компании с высокими коэффициентами являются более зрелыми, с большим запасом накопленной прибыли, что делает их в большей степени самофинансируемыми, и они являются хорошими кандидатами для выплаты дивидендов.

Коэффициенты, характеризующие соотношение заработанного и привлеченного капитала ( $RE/TE$ ,  $RE/TA$ ), концептуально отличаются от показателя текущей рентабельности активов, который широко используется во многих исследованиях в качестве одного из основных факторов, оказывающих влияние на принятие решения о выплате дивидендов. Также коэффициенты  $RE/TE$  и  $RE/TA$  лучше отражают стадию жизненного цикла компании, чем такой показатель, как остаток денежных средств, так как на решение о выплате дивидендов оказывает влияние не только сумма денежных средств, имеющихся у компании, но и источник возникновения данных денежных средств. Например, компания может иметь высокие остатки денежных средств, полученные от недавнего выпуска акций, и в то же время у нее могут быть низкие коэффициенты накопленной прибыли. Таким образом, если в качестве показателя жизненного цикла использовать остаток денежных средств, то можно сделать ошибочный вывод о том, что компания является зрелой и находится на стадии распределения капитала, а не его привлечения.

Соотношение между удержанием и распределением прибыли меняется с течением времени, по мере того как прибыль накапливается, а инвестиционные возможности снижаются, так что выплаты в виде дивидендов становятся все более и более желаемыми по мере того, как фирма становится более зрелой.

Дэанджело, Деанджело и Шульц сформировали выборку из промышленных компаний, которые были инкорпорированы в США и торговались на NYSE, NASDAQ и AMEX. Исследование проводилось за период с 1973 по 2002 г.

Авторами были построены различные модели и проведен регрессионный анализ, который подтвердил наличие положительной и высокосвязанной связи между вероятностью того, что компания выплатит дивиденды, и коэффициентами  $RE/TE$ ,  $RE/TA$ , отражающими соотношение заработанного и привлеченного капитала. При построении регрессий в качестве независимых переменных помимо коэффициентов  $RE/TE$ ,  $RE/TA$  также использовались показатели, которые были рассмотрены в упоминавшейся ранее работе Ю. Фамы и К. Френча, такие как рентабельность активов, размер компании и инвестиционные возможности.

Ниже приведены также работы других ученых, в которых они пытаются выявить взаимосвязь между дивидендной политикой и жизненным циклом компании.

Дэнис и Особов (Denis, Osobov, 2008) провели проверку теории жизненного цикла на развитых рынках, таких как США, Великобритания, Франция, Канада, Германия и Япония, за период с 1989 по 2002 г. В своем исследовании авторы получили подтверждение выводов, изложенных ранее в работе Фамы и Френча (Fama, French, 2001), о том, что склонность выплачивать дивиденды выше у более крупных, рентабельных компаний. Помимо этого авторы также выявили, что вероятность выплаты дивидендов увеличивается по мере того как возрастает коэффициент  $RE/TE$ . Данный вывод согласуется с утверждениями других исследователей (DeAngelo, DeAngelo, Stultz, 2006).

На развивающихся рынках проверка гипотезы жизненного цикла была произведена в работе Танэйтэвей (Thanatawee, 2011). Исследование проводилось за период с 2002 по 2008 г., в выборку вошли публичные компании Таиланда. Результаты данного исследования показали, что более крупные и рентабельные компании, с более высоким свободным денежным потоком и высоким коэффициентом (RE/TE), отражающим отношение нераспределенной прибыли к собственному капиталу, склонны выплачивать более высокие дивиденды. Исследование также показало, что компании с более высокими возможностями роста, которые оценивались с помощью коэффициента M/B, имеют более низкий коэффициент дивидендных выплат. Результаты данного исследования согласуются с выводами, полученными в работах других авторов (DeAngelo, DeAngelo, Stultz, 2006; Denis, Osobov, 2008) о том, что существует положительная взаимосвязь между коэффициентом RE/TE и вероятностью выплаты дивидендов.

Эль-Ансари и Гома (El-Ansary, Goma, 2012) рассмотрели возможность применения теории жизненного цикла к рынку Египта. В выборку вошли 100 компаний из индекса EGX100 (Egyptian Stock Exchange), период исследования – 2005–2010 гг. Авторы пришли к выводу, что коэффициент (RE/TE), отражающий долю нераспределенной прибыли в собственном капитале компании, оказывает значительное положительное влияние на величину дивидендов, в то время как коэффициент (TE/TA), характеризующий долю собственного капитала в общих активах компании, не оказывает никакого эффекта на размер дивидендов. Таким образом, заработанный капитал является основной детерминантой дивидендной политики в Египте. Помимо этого, величина дивидендов положительно взаимосвязана с доходностью компании: чем выше доходность компании, тем выше дивиденды. Авторы получают убедительное подтверждение теории жизненного цикла на рынке Египта.

В исследовании Исикава (Ishikawa, 2011) проведено тестирование теории жизненного цикла в отношении японских компаний. Данный анализ показал, что растущие компании избирают дивидендную политику, направленную на увеличение дивидендов, и что рынок более высоко оценивает увеличение дивидендов со стороны растущих компаний, чем рост дивидендов зрелых компаний. Эти выводы не согласуются с основными утверждениями теории жизненного цикла.

Еще одним исследованием, в котором проводится проверка гипотезы жизненного цикла, является работа Коултон и Раддок (Coulton, Ruddock, 2011), в которой рассматривается австралийский рынок. Авторы в своем исследовании получили подтверждение данной гипотезы и пришли к выводу, что дивидендные выплаты отражают степень зрелости компании. Компании, которые выплачивают дивиденды, являются более крупными, более рентабельными, имеют меньше возможностей для своего дальнейшего роста и более высокий показатель заработанного капитала по сравнению с компаниями, не выплачивающими дивиденды. Авторы выявили положительную взаимосвязь между решением выплачивать дивиденды и коэффициентом RE/TA (доля нераспределенной прибыли в активах).

Шагалеева в своей работе (Шагалеева, 2011) обращает внимание на тот факт, что показатель RE/TE, используемый в качестве измерителя зрелости, не является оптимальным. Данный коэффициент может принимать низкие значения не только у молодых компаний, но и у зрелых, в случае если в прошлом данные компании выплачивали большие дивиденды из нераспределенной прибыли.

## Заключение

За последние десятилетия появился новый взгляд на дивидендную политику – с точки зрения финансового цикла компании. Основная идея данной теории заключается в том, что дивидендная политика компании зависит от стадии жизненного цикла, на котором находится компания. В соответствии с одним из основных утверждений данной теории, дивиденды выплачивают более зрелые компании.

Среди ученых до сих пор ведутся споры о том, какой показатель лучше отражает стадию жизненного цикла компании. Одни авторы предлагают одновременно использовать сразу не-

сколько финансовых показателей для правильного определения этапа жизненного цикла компании, другие уделяют особое внимание какому-то одному показателю.

Вопрос влияния жизненного цикла компании на дивидендную политику требует дальнейшего изучения, в том числе и на данных о российских компаниях.

### Список литературы

1. Ивашковская И.В. Жизненный цикл организации: взгляд финансиста // Управление компанией. 2006. № 11. С. 60–67
2. Шагалева Г.Б. Особенности дивидендной политики компаний развивающихся рынков капитала: автореф. дис. ... канд. экон. наук. М., 2011. 27 с.
3. Anthony, J.H., Ramesh, K. (1992), Association between accounting performance measures and stock prices: a test of the life-cycle hypothesis, *Journal of Accounting and Economics*, 2–3(15) (1992) 203–227.
4. Coulton, J.J., Ruddock, C. (2011), Corporate payout policy in Australia and a test of the life-cycle theory, *Accounting and Finance*, 2(51) (2011) 381–407.
5. DeAngelo, H., DeAngelo, L., and Skinner, D. (2004), Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings, *Journal of Financial Economics*, 72 (2004) 425–456.
6. DeAngelo, H., DeAngelo, L., and Stulz, R. (2006), Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory, *Journal of Financial Economics*, 81 (2006) 227–254.
7. Denis, D.J., Osobov, I. (2008), Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy, *Journal of Financial Economics*, 89 (2008) 62–82.
8. Dickinson, V. (2007), Cash Flow as Proxy for Firm Life Cycle, Working paper, University of Florida.
9. El-Ansary, O., Gomaa, T. (2012), The Life Cycle Theory of Dividends: Evidence from Egypt, *International Research Journal of Finance and Economics*, 97 (2012) 72–80.
10. Fama, E., French, K. (2001), Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60 (2001) 3–43.
11. Grullon, G., Michaely, R. and Swaminathan, B. (2002), Are dividend changes a sign of firm maturity? *Journal of Business*, 75 (2002) 387–424.
12. Hanaeda, S., Serita, T. (2008), Dividend Policy and Stock Repurchases of Japanese firms: Examining surveyed data (in Japanese), *Gendai Fainansu*, 24 (2008) 129–160.
13. Ishikawa, H. (2011), Empirical Analysis on the Dividend Life-Cycle Theory: Evidence from Japan, *The Japanese Accounting Review*, 1 (2011) 39–60.
14. Thanatawee, Y. (2011), Life-cycle theory and free cash flow hypothesis: Evidence from dividend policy in Thailand, *International Journal of Financial Research*, 2 (2011) 52–60.