

УДК 336.02

ЭМПИРИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ ЗАВИСИМОСТИ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ ОТ СТАДИИ ЖИЗНЕННОГО ЦИКЛА КОМПАНИИ

Наталья Николаевна Николашина,
старший преподаватель,
аспирант кафедры биржевого дела и ценных бумаг,
Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова,
Москва, Российская Федерация
nnn478@mail.ru

Предмет/тема. Анализ дивидендной политики является актуальным и необходимым направлением исследования стратегии развития любой компании, которая намерена долго присутствовать на рынке и обладать конкурентными преимуществами.

Цели/задачи. Целью исследования является проверка основных утверждений теории жизненного цикла в отношении дивидендной политики на основе данных по российским компаниям за 2004–2012 гг. Для достижения поставленной цели были сформулированы следующие задачи: систематизировать теоретические и эмпирические работы, в которых рассматривается влияние жизненного цикла компании на дивидендную политику; провести анализ дивидендной политики российских компаний в контексте их жизненного цикла; выявить факторы, влияющие на дивидендную политику компаний.

Методология. Методологическая база исследования включает методы статистического и сравнительного анализа.

Результаты. Анализ дивидендной политики показал, что до 2007 г. большинство российских компаний осуществляло дивидендные выплаты. Кризис оказал отрицательное влияние на дивидендную политику, число фирм, выплачивающих дивиденды, резко сократилось. Исследование показало, что решающим фактором, влияющим на дивидендную политику, является стадия жизненного цикла и способность компании генерировать положительный денежный поток.

Область применения. Выводы, полученные в работе, могут быть использованы инвесторами при формировании инвестиционного портфеля.

Выводы. Анализ зависимости дивидендной политики российских компаний от стадии жизненного цикла показал, что дивиденды выплачивают более зрелые и рентабельные компании. В качестве показателя, отражающего стадию жизненного цикла, использовалась доля нераспределенной прибыли в собственном капитале (активах) фирмы. По мере взросления организации данный показатель увеличивается, и компания с большей вероятностью будет выплачивать дивиденды. Гипотеза о том, что неплательщики дивидендов обладают большими инвестиционными возможностями, применительно к российским компаниям не подтвердилась.

Ключевые слова: дивиденд, дивидендная политика, теория жизненного цикла, плательщик, неплательщик

Дивидендная политика является одним из важнейших вопросов финансового менеджмента. Ученые в течение последних десятилетий пытаются ответить на вопрос: какая дивидендная политика является оптимальной для компании и максимизирует ее стоимость?

Существует множество теорий дивидендной политики. К основным относятся концепции:

- иррелевантности дивидендной политики;
- сигнальная;
- налоговой дифференциации;
- агентская.

Авторами теории иррелевантности дивидендной политики являются М. Миллер и Ф. Модильяни. В своей работе 1961 г. они утверждали, что величина дивидендов не влияет на цену акции, а следовательно, и на благосостояние акционеров.

В соответствии с сигнальной концепцией предполагается, что менеджеры всегда лучше осведомлены о финансовом состоянии компании, чем инвесторы. В связи с этим последние воспринимают объявление о выплате дивидендов как сигнал, который им подают менеджеры. Основными работами, в которых приведено описание этой теории, являются работы S. Bhattacharya (1979); M. Miller, K. Rock (1985); K. John, J. Williams (1985).

Согласно теории налоговой дифференциации предпочтения инвесторов относительно того, в каком виде получать доход (дивидендами или приростом капитала), зависят от ставки налогообложения каждого из этих двух видов. Основными работами, в которых рассматривается влияние налогов на дивидендные выплаты, являются работы M. Brennan (1970); F. Black, M. Scholes (1974); R. Litzenberger, K. Ramaswamy (1982).

В соответствии с агентской теорией дивидендные выплаты представляют собой пример классической агентской ситуации в связи с тем, что они оказывают влияние на различные группы заинтересованных лиц: инвесторов, менеджеров, кредиторов. Дивидендная политика компании может быть использована в качестве механизма снижения агентских издержек. К трудам, в которых развивается данная теория, относятся работы M. Rozeff (1982), F. Easterbrook (1984), M. Jensen (1986).

За последнее десятилетие появились новые взгляды на дивидендную политику. К наиболее современным подходам можно отнести концепции жизненного цикла компании и удовлетворения предпочтений инвесторов. В данной статье особое внимание будет уделено теории жизненного цикла.

Дивидендная политика с точки зрения теории жизненного цикла (обзор литературы). В соответствии с данной концепцией дивидендная политика существенно зависит от фазы жизненного цикла компании. На ранней стадии развития фирма обладает большим потенциалом роста, у нее есть множество инвестиционных возможностей, и по-

этому дивидендов обычно не платят, предпочитая реинвестировать прибыль.

По мере перехода от фазы высокого роста к фазе зрелости инвестиционные возможности уменьшаются, компании начинают аккумулировать большой свободный денежный поток, который и выплачивают в виде дивидендов. К трудам, в которых это рассматривается, относятся работы E. Fama, K. French (2001), G. Grullon, R. Michaely, B. Swaminathan (2002), H. DeAngelo, L. DeAngelo, R. Stultz (2006).

Во второй работе в качестве показателя зрелости компании выступает систематический риск, а в третьей — соотношение заработанного и привлеченного капиталов.

Одной из первых работ, развивающей теорию жизненного цикла в отношении дивидендной политики, является работа Ю. Фамы и К. Френча (2001). В своем исследовании авторы проанализировали характеристики, которыми обладают фирмы — плательщики дивидендов и не производящие таких выплат. Исследователи проследили, как менялось поведение американских компаний, чьи акции обращались на биржах NASDAQ, AMEX, NYSE, в отношении дивидендной политики за 1926–1999 гг.

Все организации, которые попали в выборку, разбиты на плательщиков (Payers) и неплательщиков (Non-Payers) дивидендов, последние в свою очередь подразделяются на компании, которые никогда ранее не платили дивидендов (Never Paid) и которые раньше являлись плательщиками, а теперь — нет (Did Pay).

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

В качестве показателя рентабельности исследователи использовали рентабельность активов.

Инвестиционные возможности измеряли такими показателями:

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

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

В своей работе Ю. Фама и К. Френч пришли к выводу: плательщиками дивидендов являются крупные, рентабельные организации. Компании, которые никогда не делали этих выплат, являются более мелкими и менее рентабельными, но имеют больше инвестиционных возможностей, и их инвестиционные затраты намного больше, чем заработанная прибыль.

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

Другим важным исследованием, в котором рассматривается теория жизненного цикла, является работа Н. DeAngelo, L. DeAngelo, R. Stultz (2006). В качестве показателя, отражающего нынешнюю стадию жизненного цикла компании, авторы использовали соотношение заработанного и привлеченного капиталов. Оно измеряется с помощью двух коэффициентов:

– отношения нераспределенной прибыли (заработанного капитала) 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.

Исследователи проверили гипотезу о том, что компании с более высоким соотношением заработанного и привлеченного капиталов (RE/TE , RE/TA) с большей вероятностью будут выплачивать дивиденды.

По мнению ученых, данные коэффициенты являются наилучшими измерителями стадии жизненного цикла компании, потому что они помогают ответить на вопрос, является ли фирма самофинансируемой или зависит от внешнего капитала. Организации 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.

Соотношение между удержанием и распределением прибыли изменяется с течением времени с накоплением прибыли, а инвестиционные возможности снижаются, так что выплаты в виде дивидендов становятся все более и более желаемыми по мере роста зрелости фирмы.

Указанные исследователи сформировали выборку из промышленных компаний, которые были инкорпорированы в США и торговались на биржах NYSE, NASDAQ и AMEX. Изучение проводилось за период с 1973 по 2002 г.

Были построены различные модели и проведен регрессионный анализ, который подтвердил наличие положительной и высокозначимой связи между вероятностью того, что компания выплатит дивиденды, и коэффициентами RE/TE , RE/TA , отражающими соотношение заработанного и привлеченного капиталов.

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

Проверку теории жизненного цикла на примере развитых рынков (США, Великобритания, Франция, Канада, Германия и Япония) за 1989–2002 гг. провели D. Denis, I. Osobov (2008). Исследователи получили подтверждение выводов Ю. Фамы и К. Френча о том, что склонность выплачивать дивиденды выше у более крупных, рентабельных компаний. Помимо этого было выявлено, что вероятность выплат увеличивается по мере возрастания коэффициента RE/TE . Это согласуется с утверждениями Н. DeAngelo, L. DeAngelo, R. Stultz (2006).

На развивающихся рынках проверка гипотезы жизненного цикла была произведена Y. Thanatawee (2011). Исследование проводилось за период с 2002 по 2008 г., в выборку вошли публичные компании Таиланда. Результаты показали, что более крупные и рентабельные компании с более высоким свободным денежным потоком и высоким коэффициентом RE/TE склонны выплачивать более высокие дивиденды. Изучение также выявило, что компании с более высокими возможностями роста, оцениваемые с помощью коэффициента M/B , имеют более низкий коэффициент дивидендных выплат. Это согласуется с выводами Н. DeAngelo, L. DeAngelo, R. Stultz (2006) и D. Denis, I. Osobov (2008) о том, что существует положительная взаимосвязь между коэффициентом RE/TE и вероятностью выплаты дивидендов.

Возможность применения теории жизненного цикла к рынку Египта рассмотрели O. El-Ansary и T. Goma (2012). В выборку вошли 100 компаний из индекса EGX100 (Egyptian Stock Exchange), период исследования — 2005–2010 гг. Ученые пришли к выводу: 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 выплат положительно взаимосвязана с доходностью компании: чем выше доходность, тем выше дивиденды. Получено убедительное подтверждение теории жизненного цикла на рынке Египта.

В исследовании Н. Ishikawa (2011) проведено тестирование теории жизненного цикла в отношении японских компаний. Анализ показал, что растущие компании избирают политику, направленную на увеличение дивидендов, и что рынок более высоко оценивает это, чем рост дивидендов в зрелых компаниях. Такие выводы не согласуются с основными утверждениями теории жизненного цикла.

Ранее, в 2006 г., S. Hanaeda и T. Serita (2008) провели опрос менеджеров 629 японских компаний относительно их дивидендной политики. 46,1% респондентов ответили, что не готовы снижать дивиденды, если компании понадобятся средства для инвестиционных проектов, и лишь 24,2% согласны на это.

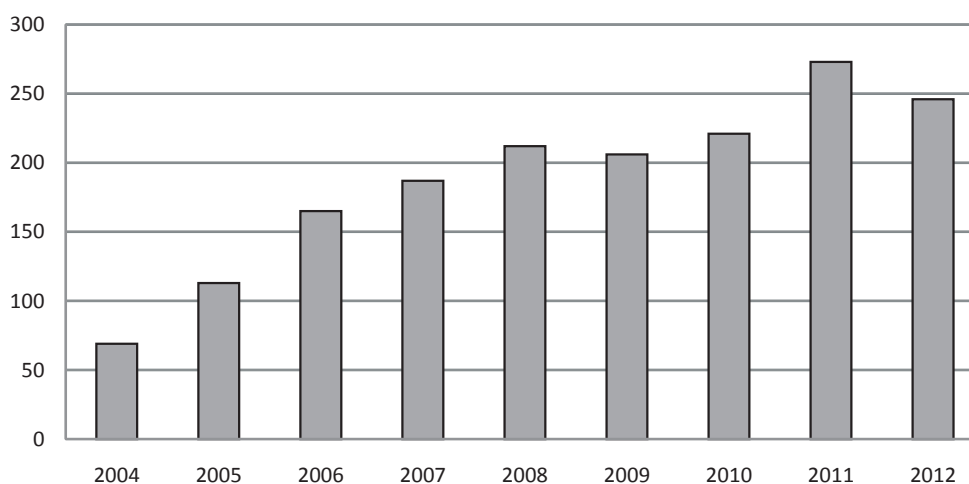
Менеджерам был задан вопрос об отношении инвесторов к увеличению дивидендов. 45,5% отве-

тили, что это не будет воспринято инвесторами как доказательство того, что у компании отсутствуют привлекательные инвестиционные проекты. Только 12,1% опрошенных считают, что увеличение дивидендов будет воспринято инвесторами как сигнал о сокращении инвестиционных возможностей компании. Таким образом, результаты данного исследования также не согласуются с утверждениями теории жизненного цикла.

Изучение и проверку гипотезы жизненного цикла провели также J. Coultton и C. Ruddock (2011), рассмотрев австралийский рынок. Было получено подтверждение гипотезы, и ученые пришли к выводу, что дивидендные выплаты отражают степень зрелости фирмы. Компании, которые выплачивают дивиденды, более крупны и рентабельны, имеют меньше возможностей для дальнейшего роста и более высокий показатель заработанного капитала по сравнению с не выплачивающими дивиденды. Исследователи выявили положительную взаимосвязь между решением выплачивать дивиденды и коэффициентом RE/TA (долей нераспределенной прибыли в активах).

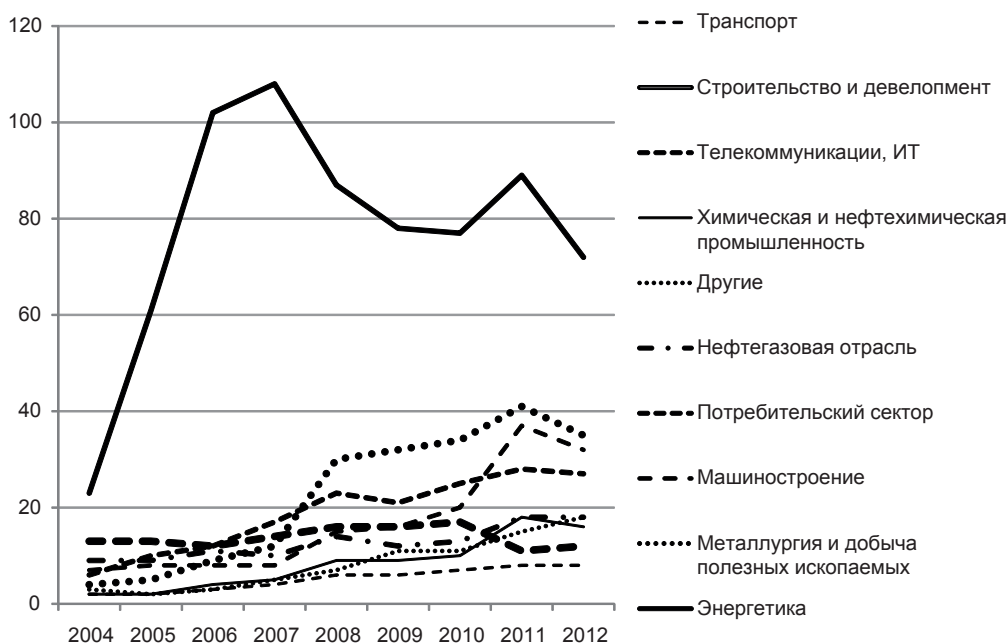
На то, что показатель RE/TE , используемый в качестве измерителя зрелости, не является оптимальным, обращает внимание Г. Шагалева (2011). Этот коэффициент может принимать низкие значения не только у молодых компаний, но и у зрелых, если в прошлом они выплачивали большие дивиденды из нераспределенной прибыли.

Анализ плательщиков и неплательщиков дивидендов в России за 2004–2012 гг. В выборку



Источник: данные ММВБ, Московской биржи.

Рис. 1. Количество российских компаний, обыкновенные акции которых торговались на ММВБ и Московской бирже в 2004–2012 гг.



Источник: данные ММВБ, Московской биржи.

Рис. 2. Количество компаний, обыкновенные акции которых торговались на ММВБ и Московской бирже за 2004–2012 гг., в разрезе отраслей

приведенного далее исследования вошли компании, чьи акции торговались на Московской бирже. В выборку не вошли компании финансового сектора.

Как изменялось количество российских компаний, обыкновенные акции которых торговались в исследуемом периоде, показано на рис. 1. Стоит отметить, что это количество увеличилось с 69 до 246. Рост связан с двумя причинами. Первая заключается в том, что все больше компаний становятся публичными. А другим фактором роста стало объединение биржевых групп РТС и ММВБ в декабре 2011 г.

Аналогичная динамика в разрезе отраслей приведена на рис. 2. Видно, что на российском фондовом рынке в наибольшем количестве представлены компании энергетического сектора.

В течение рассматриваемого времени число энергетических компаний постоянно изменялось, что напрямую связано с реструктуризацией и реформированием отрасли. В 2012 г. на бирже торговались обыкновенные акции 72 энергетических компаний.

Второе место по количеству компаний, обыкновенные акции которых торгуются на бирже, занимают металлургия и добыча полезных ископаемых (к концу 2012 г. — 35). Далее следует машиностроение

(32), потребительский сектор (27), нефтегазовая отрасль (18), химическая и нефтехимическая промышленность (16), телекоммуникации и информационные технологии (12).

Стоит отметить, что в 2011 г. в рамках реформирования холдинга «Связьинвест» на базе ОАО «Ростелеком» были объединены межрегиональные компании связи — «ВолгаТелеком», «Дальсвязь», «Северо-Западный Телеком», «Сибирьтелеком», «Уралсвязьинформ», «ЦентрТелеком», ЮТК. В связи с этим наблюдалось сокращение в 2011 г. количества телекоммуникационных компаний, акции которых торгуются на бирже.

Как изменялась доля компаний каждой отрасли в общем числе фирм, обыкновенные акции которых торговались на бирже за исследуемый период, показано на рис. 3.

Особого внимания заслуживает рис. 4, на котором представлено, как изменялось число компаний — плательщиков и неплательщиков дивидендов по обыкновенным акциям, которые торговались на ММВБ и Московской бирже в 2004–2012 гг. Заметим, что в 2004–2006 гг. плательщиков было больше, а максимум за весь исследуемый период наблюдался в 2006 г.: 127 против 38 неплательщиков.

Соотношение плательщиков и неплательщиков

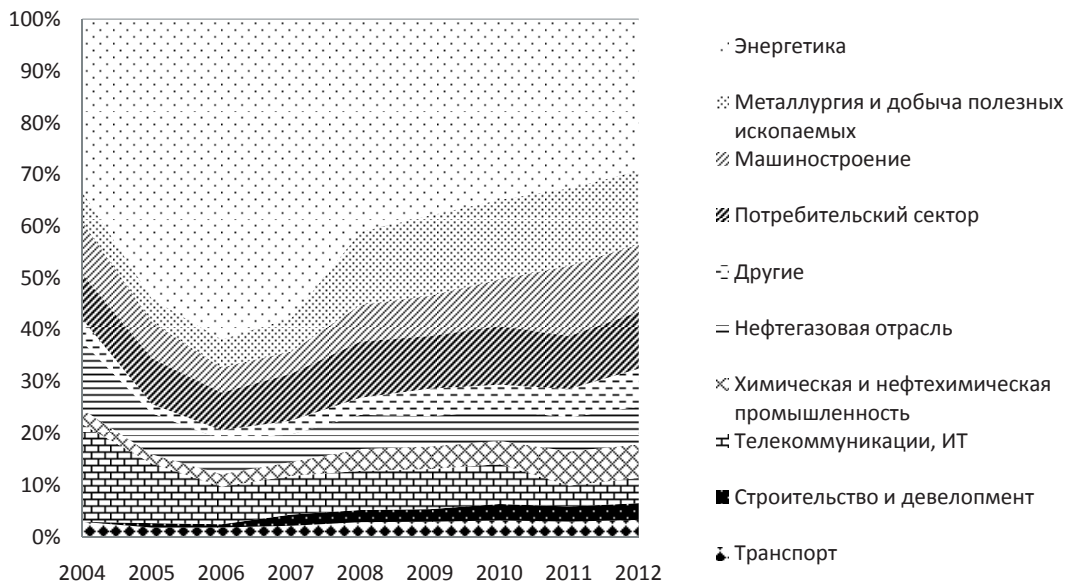


Рис. 3. Распределение по отраслям обыкновенных акций российских компаний, торгуемых на ММВБ и Московской бирже (2004–2012 гг.)



Источник: URL: <http://e-disclosure.ru>.

Рис. 4. Количество российских компаний — плательщиков и неплательщиков дивидендов по обыкновенным акциям на ММВБ и Московской бирже (2004–2012 гг.)

дивидендов в процентах представлено на рис. 5. Соответственно, и в относительном выражении в 2006 г. наблюдалось максимальное значение (77%) доли плательщиков дивидендов в общем числе публичных компаний.

Спустя год произошел перелом, и количество

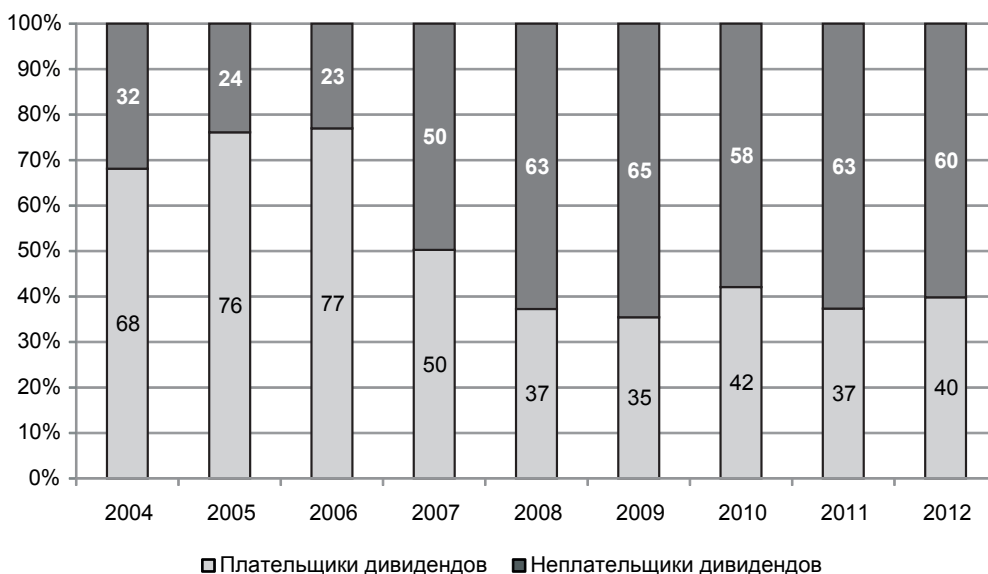
плательщиков и неплательщиков оказалось одинаковым. А в 2008 г. впервые доля неплательщиков дивидендов превысила долю плательщиков. До конца 2012 г. доля последних составляла около 40%.

Снижение связано с финансовым кризисом 2008–2009 гг. и ухудшением финансового состояния большинства российских компаний. Другим объяснением может являться предположение о том, что на рынок стали выходить молодые компании, у которых есть большие инвестиционные возможности и которые направляют большую долю прибыли на развитие компании, а не на выплату дивидендов.

Это предположение согласуется с утверждениями теории жизненного цикла, в соответствии с которой дивиденды выплачивают более зрелые компании с высоким значением доли нераспределенной прибыли в собственном капитале и в общих активах. Чтобы подтвердить или опровергнуть данную гипотезу, необходимо провести более глубокий анализ компаний выборки.

Изучим плательщиков и неплательщиков дивидендов в разрезе отраслей. В табл. 1 приведена динамика соотношения указанных фирм в рамках одной отрасли за 2010–2012 гг.

В телекоммуникациях, информационных технологиях и нефтегазовой отрасли доля плательщиков дивидендов превышает долю неплательщиков (в 2010 г. — более 80%). В связи с тем, что в 2011 г. семь телекоммуникационных компаний — платель-



Источник: расчеты автора.

Рис. 5. Соотношение между российскими компаниями — плательщиками и неплательщиками дивидендов по обыкновенным акциям на ММВБ и Московской бирже (2004–2012 гг.)

щиков дивидендов были присоединены к ОАО «Ростелеком», произошло снижение указанной доли. В 2012 г. она составила 58%. К плательщикам дивидендов относятся открытые акционерные общества «Таттелеком», «Башинформсвязь», «Ростелеком», МТС, «МегаФон», «Центральный Телеграф».

В нефтегазовой отрасли доля плательщиков дивидендов стабильно превышает 60% на протяжении исследуемого периода. В 2012 г. 11 компаний из 18 (61%) выплачивали дивиденды акционерам. К основным плательщикам дивидендов в нефтегазовой отрасли относятся: открытые акционерные общества «ЛУКОЙЛ», «Башнефть», «НОВАТЭК», «Газпром», «Роснефть», «Сургутнефтегаз», «Газпром нефть», «Татнефть».

В металлургии и энергетике доля компаний, выплачивающих дивиденды, составляет около 40%.

Компании потребительского сектора и машиностроения в большинстве случаев предпочитают не выплачивать дивидендов. В 2011 и 2012 г. более 80% фирм потребительского сектора не делали этого. Исключение составили открытые акционерные общества «Группа «РАЗГУЛЯЙ», «Магнит», «Компания «М.Видео», «ПРОТЕК».

В машиностроении лишь 34% компаний выплатили дивиденды своим акционерам в 2012 г. В число плательщиков вошли открытые акционерные общества «Челябинский кузнечно-прессовый завод», «Корпорация «Иркут», «Казанский вертолетный

Таблица 1

Число и доля плательщиков и неплательщиков дивидендов, обыкновенные акции которых торговались в 2010–2012 гг. на ММВБ и Московской бирже, в разрезе отраслей, ед./%

Категория	2010	2011	2012
Телекоммуникации и информационные технологии			
Плательщики	14/82	6/55	7/58
Неплательщики	3/18	5/45	5/42
Нефтегазовая отрасль			
Плательщики	8/62	12/67	11/61
Неплательщики	5/38	6/33	7/39
Металлургия и добыча полезных ископаемых			
Плательщики	14/41	16/39	16/46
Неплательщики	20/59	25/61	19/54
Энергетика			
Плательщики	29/38	33/37	28/39
Неплательщики	48/62	56/63	44/61
Потребительский сектор			
Плательщики	7/28	5/18	5/19
Неплательщики	18/72	23/82	22/81
Машиностроение			
Плательщики	4/20	9/24	11/34
Неплательщики	16/80	28/76	21/66

завод», «Мотовилихинские заводы», «РКК «Энергия» им. С.П. Королева», «Уфимское моторостроительное производственное объединение».

Проверка утверждений теории жизненного цикла компании в отношении дивидендной политики на основе данных по российским ком-

Таблица 2

Медианные значения характеристик компаний, вошедших в выборку, за 2004–2012 гг., %

Коэффициенты	Плательщики дивидендов	Неплательщики дивидендов
Доля нераспределенной прибыли в собственном капитале RE/TE	69	34
Доля нераспределенной прибыли в активах RE/TA	38	21
Доля собственного капитала в активах TE/TA	55	48
Рентабельность активов ROA	10	6
Темп прироста выручки	23	12
Темп прироста активов	21	13

паниям. Далее в работе проверяются несколько утверждений теории жизненного цикла.

Гипотеза 1. Компании — плательщики дивидендов имеют более высокие значения коэффициентов RE/TE и RE/TA, чем компании, которые не выплачивали дивидендов.

Гипотеза 2. Компании — плательщики дивидендов являются более рентабельными, чем компании — неплательщики.

Гипотеза 3. Неплательщики дивидендов являются компаниями с большим потенциалом роста, имеющими большие инвестиционные возможности.

В выборку вошли 47 организаций, акции которых торговались в какой-либо промежуток времени с 2004 по 2012 гг. на ММВБ, а после объединения РТС и ММВБ — на Московской бирже. Компании относятся к следующим отраслям:

- химическая и нефтехимическая промышленность;
- нефтегазовая отрасль;
- металлургия и добыча полезных ископаемых;
- телекоммуникации и информационные технологии;
- машиностроение.

По каждой организации, вошедшей в выборку, за каждый год, когда компания торговалась на бирже, имеется информация, кем она выступала — плательщиком или неплательщиком дивидендов, а также рассчитаны следующие показатели:

- доля нераспределенной прибыли в собственном капитале компании RE/TE;
- доля нераспределенной прибыли в активах компании RE/TA;
- доля собственного капитала в активах компании TE/TA;
- рентабельность активов;
- рост компании, который характеризует инвестиционные возможности (темп прироста выручки, темп прироста активов).

Все организации выборки по годам были поделены на две группы: на плательщиков и неплательщиков дивидендов по итогам данного года. Далее по любой группе за каждый год рассчитывались медианные значения по каждому из указанных коэффициентов. После этого производилось усреднение по каждому параметру по годам отдельно по группам плательщиков и неплательщиков дивидендов¹. Результаты вычислений представлены в табл. 2.

Из анализа данных табл. 2 следует, что коэффициенты RE/TE, RE/TA примерно вдвое выше у плательщиков дивидендов, чем у неплательщиков. Доля нераспределенной прибыли в собственном капитале компаний RE/TE у выплачивающих дивиденды в среднем составляет 69%, в то время как у неплательщиков не превышает 34%.

Если говорить о доле нераспределенной прибыли в общих активах компании RE/TA, то для среднего плательщика дивидендов этот показатель равен 38%, а для неплательщика — 21%. Эти результаты согласуются с полученными в работе Н. DeAngelo, L. DeAngelo, R. Stultz (2006) выводами о том, что существует положительная взаимосвязь между коэффициентами RE/TE, RE/TA и вероятностью выплаты дивидендов. Таким образом, можно утверждать, что гипотеза 1 подтверждается.

Если сравнивать доли нераспределенной прибыли в активах компании, то можно сказать, что этот показатель незначительно выше у плательщиков дивидендов по сравнению с неплательщиками.

Данные табл. 2 подтверждают полученные в работе Ю. Фамы и К. Френча (2001) выводы о том, что плательщики дивидендов являются более рентабельными компаниями ($ROA = 10\%$) по сравнению с неплательщиками ($ROA = 6\%$). Следовательно, гипотеза 2 подтверждается. Стоит отметить, что в работе Н. DeAngelo, L. DeAngelo, R. Stulz (2006) были получены схожие результаты по рентабель-

¹ Данная процедура усреднения используется в работе [6, с. 232].

ности активов: для плательщиков дивидендов она составила 8,6%, а для неплательщиков — 3,6%.

Но надо иметь в виду, что компании выборки не подтвердили утверждения о том, что фирмы, не выплачивающие дивидендов, демонстрируют более высокие темпы прироста выручки и активов, чем плательщики. Значит, не подтверждается гипотеза 3 о том, что неплательщики имеют больше инвестиционных возможностей. Это может быть связано с тем, что коэффициенты (темпы прироста выручки, активов), выбранные для оценки перспектив роста и инвестиционных возможностей, могут не вполне подходить для этих целей. Многие ученые в своих работах использовали в качестве оценки инвестиционных возможностей показатель M/B^2 .

Выводы. В исследовании показано, как изменялось соотношение плательщиков и неплательщиков дивидендов среди российских компаний за 2004–2012 гг. Если до 2006 г. доля плательщиков превышала долю неплательщиков, то в 2007 г. произошел перелом — количество тех и других оказалось одинаковым. В 2008–2012 гг., доля плательщиков дивидендов составляла около 40%. Снижение связано с финансовым кризисом 2008–2009 гг., когда произошло ухудшение финансового состояния многих российских компаний.

Другим объяснением такой динамики может быть предположение о том, что на рынок стали выходить достаточно молодые компании, у которых есть большие инвестиционные возможности и которые направляют большую долю прибыли на развитие компании, а не на выплату дивидендов. Чтобы подтвердить или опровергнуть данную гипотезу применительно к российским компаниям, необходимо провести более глубокий анализ выборки.

Отраслевой анализ плательщиков и неплательщиков дивидендов за 2010–2012 гг. показал, что в таких отраслях, как телекоммуникации и информационные технологии, нефтегазовая отрасль, доля компаний — плательщиков дивидендов превышает долю неплательщиков и в среднем составляет около 60%. В металлургии и энергетике этот показатель меньше — около 40%. Компании потребительского сектора и машиностроения в большинстве случаев предпочитают не выплачивать дивидендов. В 2011 и 2012 гг. так поступили более 80% организаций

² Данный показатель рассчитывается по формуле: (Рыночная стоимость акций + Бухгалтерская стоимость активов — Бухгалтерская стоимость акций) / Бухгалтерская стоимость активов. [6, с. 232].

потребительского сектора. В машиностроении лишь 34% фирм выплатили дивиденды акционерам за 2012 г.

В работе проверены применительно к российским компаниям три гипотезы, относящиеся к теории жизненного цикла. Получены следующие результаты:

– гипотеза 1 получила подтверждение: плательщики дивидендов имеют более высокие значения коэффициентов RE/TE (доли нераспределенной прибыли в собственном капитале компании) и RE/TA (доли нераспределенной прибыли в общих активах), чем неплательщики;

– гипотеза 2 получила подтверждение: плательщики дивидендов являются более рентабельными компаниями, чем неплательщики;

– гипотеза 3 о том, что неплательщики дивидендов являются компаниями с большим потенциалом роста, имеющими большие инвестиционные возможности, не получила подтверждения.

Целью дальнейших исследований является проверка теории жизненного цикла компании с помощью эконометрического анализа панельных данных. Будет проведена оценка взаимосвязи между вероятностью того, что компания выплатит дивиденды, и различными коэффициентами, используемыми в теории жизненного цикла. Также будут выявлены основные детерминанты дивидендной политики для российских компаний.

Список литературы

1. Шагалеева Г.Б. Анализ факторов, определяющих дивидендную политику в различных отраслях экономики, на примере крупных компаний. URL: <http://grebennikon.ru/article-9ecb.html>.
2. Bhattacharya S. Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy // *Bell Journal of Economics*. 1979. Vol. 10. № 1. P. 259–270.
3. Black F., Scholes M.S. The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns // *Journal of Financial Economics*. 1974. Vol. 1. Iss. 1. P. 1–22.
4. Brennan M.J. Taxes, market valuation and corporate financial policy // *National Tax Journal*. 1970. Vol. 23. № 4. P. 417–427.
5. Coulton J.J., Ruddock C. Corporate payout policy in Australia and a test of the life-cycle theory // *Accounting and Finance*. 2011. Vol. 51. № 2. P. 381–407.
6. DeAngelo H., DeAngelo L., Stulz R. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of

the life-cycle theory // *Journal of Financial Economics*. 2006. № 81. P. 227–254.

7. Denis D.J., Osobov I. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy // *Journal of Financial Economics*. 2008. Vol. 89. Iss. 1. P. 62–82.

8. Easterbrook F.H. Two agency costs explanations of dividends // *American Economic Review*. 1984. Vol. 74. № 4. P. 650–659.

9. El-Ansary O., Goma T. The Life Cycle Theory of Dividends: Evidence from Egypt // *International Research Journal of Finance and Economics*. 2012. Iss. 97. P. 72–80.

10. Fama E., French K. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? // *Journal of Financial Economics*. 2001. № 60. P. 3–43.

11. Grullon G., Michaely R. and Swaminathan B. Are dividend changes a sign of firm maturity? // *Journal of Business*. 2002. № 75. P. 387–424.

12. Hanaeda S., Serita T. Dividend Policy and Stock Repurchases of Japanese firms: Examining surveyed data (in Japanese) // *Gendai Fainansu*. 2008. № 24. P. 129–160.

13. Ishikawa H. Empirical Analysis on the Dividend Life-Cycle Theory: Evidence from Japan // *The Japanese Accounting Review*. 2011. Vol. 1. P. 39–60.

14. Jensen M.C. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers // *American Economic Review*. 1986. Vol. 76. № 2. P. 323–329.

15. John K., Williams J. Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium // *The Journal of Finance*. 1985. Vol. 40. № 4. P. 1053–1070.

16. Litzenberger R., Ramaswamy K. The effects of dividends on common stock prices: Tax effects or information effects // *Journal of Finance*. 1982. Vol. 37. № 2. P. 429–444.

17. Miller M. H., Rock K. Dividend Policy Under Asymmetric Information // *Journal of Finance*. 1985. № 40. P. 1031–1051.

18. Miller M.H., Modigliani F. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares // *Journal of Business*. 1961. № 34. P. 411–433.

19. Rozeff M.S. Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend payout Ratios // *The Journal of Financial Research*. 1982. Vol. 5. Iss. 3. P. 249–259.

20. Thanatawee Y. Life-cycle theory and free cash flow hypothesis: Evidence from dividend policy in Thailand // *International Journal of Financial Research*. 2011. Vol. 2. № 2. P. 52–60.

Financial Analytics: Science and Experience

ISSN 2311-8768 (Online)

ISSN 2073-4484 (Print)

Risk, Analysis and Evaluation

AN EMPIRICAL ANALYSIS OF DEPENDENCE OF THE DIVIDEND POLICY ON THE COMPANY'S LIFE CYCLE STAGE

Natal'ya N. NIKOLASHINA

Abstract

Importance An analysis of the dividend policy is an actual and necessary line of research into any corporate development strategy of any company that plans its long-term presence in the market with some competitive advantages.

Objectives The purpose of this paper is to test basic assertions of the life cycle theory in relation to the dividend policy in the Russian market over the 2004–2012 period. To meet the objective, the following tasks were formulated: to systematize theoretical and empirical works, which investigate the effect of the company's

life cycle stages on the dividend policy; to analyze dividend policies of Russian companies in the context of their life cycle; to reveal the factors influencing the dividend policy of companies.

Methods The methodological basis of the research consists of the methods of statistical and comparative analysis.

Results The analysis of dividend policies showed that most Russian companies had been paying dividends up to 2007. The crisis affected dividend policies. The number of dividend payers decreased dramatically. The research showed that the main factor influencing

dividend policies of companies was companies' life cycle stages and companies' ability to generate positive cash flow.

Conclusions and Relevance The analysis of dependence of dividend policies on the company's life cycle stage showed that dividends were paid by more profitable and mature companies. As an indicator reflecting the stage of the life cycle, I use a percentage of retained earnings in equity (total assets) of the company. As the company becomes more mature, this indicator increases and the company is more likely to pay dividends. The hypothesis that dividend nonpayers are companies with high investment opportunities was not confirmed in relation to the Russian companies. The conclusions obtained in this research can be used by investors to form an investment portfolio.

Keywords: dividend, dividend policy, life cycle theory, payer, non-payer

References

1. Shagaleeva G.B. *Analiz faktorov, opredelyayushchikh dividendnuyu politiku v razlichnykh otraslyakh ekonomiki, na primere krupnykh kompanii* [Analyzing the factors determining the dividend policy in various sectors of the economy, on the case study of major companies]. Available at: <http://grebennikon.ru/article-9ecb.html>. (In Russ.)
2. Bhattacharya S. Imperfect Information, Dividend Policy, and 'the Bird in the Hand' Fallacy. *Bell Journal of Economics*, 1979, vol. 10, no. 1, pp. 259–270.
3. Black F., Scholes M.S. The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns. *Journal of Financial Economics*, 1974, vol. 1, iss. 1, pp. 1–22.
4. Brennan M.J. Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy. *National Tax Journal*, 1970, vol. 23, no. 4, pp. 417–427.
5. Coulton J.J., Ruddock C. Corporate Payout Policy in Australia and a Test of the Life-cycle Theory. *Accounting and Finance*, 2011, vol. 51, no. 2, pp. 381–407.
6. DeAngelo H., DeAngelo L., Stulz R. Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: a Test of the Life-cycle Theory. *Journal of Financial Economics*, 2006, no. 81, pp. 227–254.
7. Denis D.J., Osobov I. Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy. *Journal of Financial Economics*, 2008, vol. 89, iss. 1, pp. 62–82.
8. Easterbrook F.H. Two Agency Costs Explanations of Dividends. *American Economic Review*, 1984, vol. 74, no. 4, pp. 650–659.
9. Elansary O., Gomaa T. The Life Cycle Theory of Dividends: Evidence from Egypt. *International Research Journal of Finance and Economics*, 2012, iss. 97, pp. 72–80.
10. Fama E., French K. Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Financial Economics*, 2001, no. 60, pp. 3–43.
11. Grullon G., Michaely R., Swaminathan B. Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? *Journal of Business*, 2002, no. 75, pp. 387–424.
12. Hanaeda S., Serita T. Dividend Policy and Stock Repurchases of Japanese Firms: Examining Surveyed Data (in Japanese). *Gendai Fainansu*, 2008, no. 24, pp. 129–160.
13. Ishikawa H. Empirical Analysis on the Dividend Life-Cycle Theory: Evidence from Japan. *The Japanese Accounting Review*, 2011, vol. 1, pp. 39–60.
14. Jensen M.C. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, 1986, vol. 76, no. 2, pp. 323–329.
15. John K., Williams J. Dividends, Dilution and Taxes: A Signalling Equilibrium. *The Journal of Finance*, 1985, vol. 40, no. 4, pp. 1053–1070.
16. Litzenberger R., Ramaswamy K. The Effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects or Information Effects. *Journal of Finance*, 1982, vol. 37, no. 2, pp. 429–444.
17. Miller M.H., Rock K. Dividend Policy under Asymmetric Information. *Journal of Finance*, 1985, no. 40, pp. 1031–1051.
18. Miller M.H., Modigliani F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 1961, no. 34, pp. 411–433.
19. Rozeff M.S. Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *The Journal of Financial Research*, 1982, vol. 5, iss. 3, pp. 249–259.
20. Thanatawee Y. Life-cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from Dividend Policy in Thailand. *International Journal of Financial Research*, 2011, vol. 2, no. 2, pp. 52–60.

Natal'ya N. NIKOLASHINA

Plekhanov Russian University of Economics,
Moscow, Russian Federation
nnn478@mail.ru