

УДК 33

DOI 10.21661/r-474216

*Е.В. Окишев, Н.А. Соколова*

## ИДЕНТИФИКАЦИЯ СТАДИЙ ЖИЗНЕННОГО ЦИКЛА ОРГАНИЗАЦИИ ПО ДЕНЕЖНЫМ ПОТОКАМ

***Аннотация:** один из современных подходов к идентификации стадий жизненного цикла организации основывается на показателях денежных потоков по разным видам деятельности. Согласно данной методике, денежные потоки от операционной, инвестиционной и финансовой деятельности различны и уникальны на разных стадиях жизненного цикла, что позволяет на основе данной информации идентифицировать конкретные этапы развития. В статье представлен данный подход, приведены примеры и эмпирические выводы на основе исследований отечественных и зарубежных авторов.*

***Ключевые слова:** жизненный цикл организации, идентификация стадий, отчет о движении денежных средств.*

*E.V. Okishev, N.A. Sokolova*

## IDENTIFICATION OF CORPORATE LIFE-CYCLE BASED ON CASH FLOWS

***Abstract:** one of the modern approaches for identification of corporate life-cycle stages is based on the cash-flows from different types of activities. According to this method, cash-flows from operating, investing and financing activities are different and form a unique combination depending on particular stage of the cycle and therefore, this information allows to identify these stages. The article overviews the above mentioned approach, analyzes practical examples and provides empirical conclusions based on the research of both foreign and domestic scientists-economists.*

***Keywords:** corporate life-cycle, identification of stages, cash-flow statement.*

В настоящее время одним из современных подходов к анализу деятельности фирмы является рассмотрение компании с точки зрения жизненного цикла.

«Жизненный цикл предприятия – совокупность стадий развития, которые проходит предприятие за период своего существования» [3]. Вместе с тем, стадия в контексте ЖЦО – это «уникальная конфигурация переменных, связанных с организационным контекстом и структурой» [Hanks et.al., 1993, p. 7]. Данная концепция впервые зародилась в 60-е годы XX века и стала своего рода развитием теории жизненного цикла продукта, широко описанного в маркетинге и микроэкономике. В последующие годы учеными было разработано и подробно описано более ста различных концепций и моделей жизненного цикла предприятия, отличающихся количеством стадий в цикле, трактовками определения границ этих стадий и совокупным набором ключевых характеристик [8].

В теории концепция жизненного цикла организации представляет собой красивую модель, но очень часто возникает вопрос – как идентифицировать различные стадии, какие количественные показатели характеризуют каждый отдельный этап и как можно соотнести данную модель с реальными данными. Достаточно легко можно определить стадию рождения компании – она проходит государственную регистрацию, впервые появляется на рынке и выводит свой продукт или услугу, но все последующие этапы развития определить уже не так просто. Но большинство исследователей отмечают важный факт – переход к каждой последующей стадии жизненного цикла организации связан с серьезной перестройкой [Adizes, Greiner]. Иначе говоря, меняется экономическая модель фирмы, что сказывается на показателях ее деятельности – меняется их значение и характер поведения. Это означает, что для определения конкретных стадий необходимо выявить эти изменения.

Различные исследователи пытались выделить разнообразные показатели и индикаторы, которые могли бы быть взяты за основу при определении стадий цикла. К таким показателям относили объем продаж, динамику прибыли, структуру финансирования, возраст компаний, количество работников, валюту баланса и прочие индикаторы [6]. Стоит отметить, что ни один из показателей не давал стопроцентной гарантии и точности при определении стадий цикла. Вместе с тем, исследования в данной области продолжаются и формируются новые

подходы к анализу ЖЦО. Один из таких подходов был предложен профессором Университета Миссисипи (University of Mississippi) Викторией Дикинсон (Victoria Dickinson, PhD, CPA). В своем исследовании «Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle» [11] опубликованном в научном журнале «The Accounting Review, Forthcoming» она выдвинула идею использования отчета о движении денежных средств, а именно разнонаправленность движения денежных потоков по разным видам деятельности как способ идентификации стадий жизненного цикла организации. В данном эссе будут описаны основные идеи и выводы, сделанные автором исследования.

В основе своей научной работы автор использовала модель жизненного цикла предложенную М. Gort и S. Klepper в 1982 году [12], состоящую из пяти стадий: (1) *стадия рождения*, в течение которой компания создает свой новый продукт и выводит его на рынок; (2) *стадия роста*, на протяжении которой происходит значительный рост продаж; (3) *стадия зрелости*, временной отрезок с пиком производства и уровнем продаж; (4) *стадия шока*, в течение которой происходят негативные структурные изменения, приводящие к началу спада; (5) *стадия спада*, характеризуется постепенным угасанием деловой активности компании. Виктория Дикинсон выдвинула гипотезу, согласно которой все эти изменения можно проследить по движению денежных потоков фирмы. Данное предположение основывалось на выводах Joshua Livnat и Paul Zarowin [14], которые выявили взаимосвязь между доходностью акций и притоком или оттоком денежных средств от операционной, инвестиционной и финансовой деятельности. Отсюда следовало, что денежные потоки отражают изменения в доходности компании, динамике ее роста, рисках, связанных с компанией; и таким образом позволяют классифицировать стадии жизненного цикла.

Согласно Дикинсон, отчет о движении денежных средств может рассказать об эффективности использования имеющихся ресурсов компании и о выбранной стратегии ведения бизнеса. Разделение денежных потоков на три направления позволяет выявить процессы, происходящие внутри компании. К примеру, на стадии рождения, компания только выходит на рынок и пытается занять свою

нишу. Компания не может предложить рынку широкий ассортимент продуктов и услуг. Более того, компания не обладает развитой клиентской базой и достаточными знаниями о рынке [Jovanovic, 1982]. Все эти факты сказываются на низких объемах продаж. В связи с этим, операционная деятельность не способна генерировать положительный денежный поток. Наоборот, низкие поступления денежных средств от реализации, и высокое выбытие средств, связанное с закупками товарно-материальных ценностей и операционными расходами формируют отток денежных ресурсов. Образующийся дефицит перекрывается притоком средств от финансовой деятельности, в основном за счет краткосрочных займов.

На стадии роста появляется превышение притоков денежных ресурсов от операционной деятельности над оттоком. Это связано, прежде всего, со значительным ростом продаж и повышением эффективности использования имеющихся ресурсов предприятия [Spence 1977, 1979, 1981; Wernerfelt 1985]. Тем не менее, отрицательный денежный поток от инвестиционной деятельности сохраняется, так как идет активное инвестирование средств в развитие производственных мощностей. Весь этот отток средств компенсируется за счет поступлений от финансовой деятельности.

Когда компания достигает вершины жизненного цикла – стадию зрелости, приток средств от операционной деятельности является максимальным за все время существования. Рыночные доли становятся фиксированными, но для поддержания конкурентоспособности, фирме необходимо вкладывать средства в постоянное обновление основных фондов. В связи с этим, отток денежных средств от инвестиционной деятельности остается отрицательным, хотя и в меньшей степени, чем отток денежных средств на стадии роста. Вместе с тем, компания начинает активно погашать свои кредиты и займы, а также выплачивать дивиденды держателям своих акций. Происходит отток денежных средств от финансовой деятельности.

Для стадии шока автор исследования делает оговорку – так как в экономической литературе не были найдены комментарии касательно денежных потоков на данном этапе, в данной работе делается допущение, согласно которому

движение денежных средств будет иметь различное значение по сравнению с предыдущими стадиями. Таким образом, получатся три ситуации, представленных в таблице 1.

При негативных стечениях обстоятельств, на смену этапу шока приходит упадок. Денежный поток от операционной деятельности становится отрицательным в связи со значительным снижением продаж. Для своевременного обслуживания обязательств, предприятие вынуждено продавать свои активы и приток от инвестиционной деятельности становится положительным. В экономической литературе не существует единого мнения касательно потока денежных средств от финансовой деятельности, в связи с этим он может приобретать как положительное значение, так и отрицательное.

Таким образом, сочетание схем притока и оттока денежных средств от операционной, инвестиционной и финансовой деятельности может быть использовано в качестве модели для определения стадий жизненного цикла компаний. Вышеописанную теорию можно кратко представить в виде таблицы, где существует восемь возможных комбинаций моделей движения денежных средств (таблица 1):

Таблица 1

#### Движение денежных средств по стадиям ЖЦО

	<i>Стадия рожде- ния</i>	<i>Стадия роста</i>	<i>Стадия зрело- сти</i>	<i>Стадия шока</i>	<i>Стадия шока</i>	<i>Стадия шока</i>	<i>Стадия упадка</i>
<i>Денежный поток от операционной де- ятельности</i>	–	+	+	–	+	–	–
<i>Денежный поток от инвестиционной деятельности</i>	–	–	–	–	+	+	+
<i>Денежный поток от финансовой дея- тельности</i>	+	+	–	–	–	+	–

Примеры идентификации стадий жизненного цикла по данному методу частично приводятся в учебнике «Financial Reporting, Financial Statement Analysis, and Valuation – Strategic Perspective» авторов James M. Wahlen, Stephen

Р. Baginski и Mark Bradshaw [13]. Так, ярким примером компании находящейся на стадии рождения является кенийская фирма Atlas African Industries Ltd. основанная в 2012 году и занимающаяся нефтяной разведкой и бурением скважин на территории Эфиопии и Либерии. Согласно отчету о движении денежных средств, компания имела отрицательный денежный поток от операционной деятельности в течение трех первых лет хозяйственной деятельности, более того предприятие активно инвестировало денежные средства в основные фонды, что прослеживается через показатель оттока средств от инвестиционной деятельности. Значительный дефицит наличности перекрывался за счет поступлений от финансовой деятельности – компания активно заимствовала деньги у кредиторов. Также можно отметить, что предприятие было убыточным на протяжении всех трех лет, и более того, с течением времени убыток за отчетный период увеличивался, но вместе с тем, это не означает, что фирма в скором времени окажется в предбанкротном состоянии. К примеру, М.В. Куранов в своем исследовании [4] выявил, что большинство компаний на стадии рождения показывают отрицательный финансовый результат и более того, в течение всего временного интервала убыток может значительно увеличиваться (таблица 2). В случае Atlas African Industries Ltd., компания наращивала объем деятельности, но еще не была способна генерировать положительный финансовый результат – компания занимается разработкой нефтяных месторождений в трудных условиях, и выход нефтяных скважин на полную операционную мощность занимает долгий отрезок времени, в связи с чем, извлечение полной выгоды с месторождений возможно только через определенный срок.

Таблица 2

Денежные потоки компании Atlas African Industries Ltd. [16]

Вырезка из отчетности компании Atlas African Industries Ltd.			
Тысячи долларов США	2013	2014	2015
<i>Чистый денежный поток от операционной деятельности</i>	\$ (490)	\$ (4 150)	\$ (8 426)
<i>Чистый денежный поток от инвестиционной деятельности</i>	–	\$ (8 729)	\$ (5 160)

<i>Чистый денежный поток от финансовой деятельности</i>	\$ 9 652	\$ 6 856	\$ 17 829
<i>Чистый денежный поток</i>	\$ 9 162	\$ (6 023)	\$ 4 243
<i>Чистая прибыль (убыток)</i>	\$ (155)	\$ (1 425)	\$ (9 538)

Далее авторы учебника в качестве примера, приводят отчетность компании находящейся на стадии активного роста. Американская компания Ambarella Inc. была основана в 2004 году и занимается разработкой игр и графических программ. В период с 2012 по 2016 год фирма находилась на стадии роста – имелся значительный приток денежных средств от операционной деятельности, который постепенно увеличивался. Компания активно инвестировала средства в основные фонды с целью расширения деятельности и наращивания производственных мощностей. Для обеспечения достаточного объема денежной наличности для всех целей развития, фирма активно заимствовала средства у кредиторов и привлекала средства инвесторов, что сказалось на положительном денежном потоке от финансовой деятельности (таблица 3).

Таблица 3

## Денежные потоки компании Ambarella Inc. [17]

Вырезка из отчетности компании Ambarella Inc.					
<i>Тысячи долларов</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>
<i>Чистый денежный поток от операционной деятельности</i>	\$ 12 686	\$ 10 514	\$ 34 350	\$ 52 258	\$ 123 561
<i>Чистый денежный поток от инвестиционной деятельности</i>	\$ (1 484)	\$ (1 014)	\$ (1 688)	\$ (40 061)	\$ (34 796)
<i>Чистый денежный поток от финансовой деятельности</i>	\$ 5 846	\$ 32 050	\$ 10 238	\$ 14 700	\$ 9 000
<i>Чистый денежный поток</i>	\$ 17 048	\$ 41 550	\$ 42 900	\$ 26 897	\$ 97 765
<i>Чистая прибыль (убыток)</i>	\$ 9 821	\$ 18 188	\$ 25 654	\$ 50 571	\$ 76 508

Следующей анализируемой компанией была крупнейшая сеть парков развлечений США Cedar Fair L.P., основанная в 1997 году. Данная компания представляет собой яркий пример фирмы, находящейся на стадии зрелости: имеются значительные денежные поступления от операционной деятельности, но вместе

с тем остается отток средств от инвестиционной деятельности (фирма активно расширяла парк аттракционов, строила новые развлекательные центры, обновляла существующие объекты) и появляется отток от финансовой деятельности (компания выплачивала значительные дивиденды держателям акций и активно погашала кредиты и займы). Стоит отметить и положительный финансовый результат компании на протяжении всего анализируемого периода – чистая прибыль за отчетный период была стабильно высокая, имелась положительная тенденция (таблица 4).

Таблица 4

Денежные потоки компании Cedar Fair L.P. [18]

Вырезка из отчетности компании Cedar Fair L.P.					
Тысячи долларов	2012	2013	2014	2015	2016
Чистый денежный поток от операционной деятельности	\$ 285 933	\$ 324 457	\$ 337 103	\$ 342 217	\$ 357 427
Чистый денежный поток от инвестиционной деятельности	\$ (80 174)	\$ (105 151)	\$ (165 342)	\$ (177 865)	\$ (161 233)
Чистый денежный поток от финансовой деятельности	\$ (162 979)	\$ (178 332)	\$ (155 235)	\$ (174 203)	\$ (193 604)
Чистый денежный поток	\$ 42 780	\$ 40 974	\$ 16 526	\$ (9 851)	\$ 2 590
Чистая прибыль (убыток)	\$ 101 900	\$ 108 204	\$ 104 215	\$ 112 222	\$ 177 688

Пример компании, находящейся на стадии шока и упадка, в учебнике представлен не был. Многие авторы, как было замечено самой Дикинсон, не выделяют промежуточной стадии между зрелостью и упадком. Вместе с тем, можно привести пример компании, переживавшей стадию шока и упадка – американская фирма Kodak Co., занимающаяся производством фотооборудования. Компания, основанная в 1881 году, в течение всей своей истории проходила через разные стадии жизненного цикла и проживала не один цикл развития. Конец одного такого цикла пришелся на 2012–2014 год. В течение нескольких лет перед упадком, компания переживала стадию шока, определенному согласно методу, предложенному Дикинсон. Денежные потоки и оттоки по разным видам деятельности каждый год чередовались – происходили структурные изменения, которые



в конце концов привели к негативным последствиям и стадии упадка. Падение выручки от продаж продолжилось, компания имела большое количество обязательств, которые была вынуждена покрывать за счет средств вырученных от продажи активов. Все эти факты сказались на отрицательном денежном потоке от операционной деятельности и положительном потоке от инвестиционной деятельности. Отток и приток денежных ресурсов от финансовой деятельности чередовался (таблица 5). Стоит отметить, что в последующие годы компании удалось выйти из стадии упадка и начать новый жизненный цикл – компания перешла в новую стадию роста.

Таблица 5

## Денежные потоки компании Kodak Co. [19]

Вырезка из отчетности компании Kodak Co.					
Тысячи долларов	2010	2011	2012	2013	2014
Чистый денежный поток от операционной деятельности	\$ (219 000)	\$ (998 000)	\$ (262 000)	\$ (663 000)	\$ (128 000)
Чистый денежный поток от инвестиционной деятельности	\$ (112 000)	\$ (25 000)	\$ 25 000	\$ 760 000	\$ 41 000
Чистый денежный поток от финансовой деятельности	\$ (74 000)	\$ 246 000	\$ 508 000	\$ (370 000)	\$ (7 000)
Чистый денежный поток	\$ (405 000)	\$ (763 000)	\$ 271 000	\$ (273 000)	\$ (94 000)
Чистая прибыль (убыток)	\$ (687 000)	\$ (764 000)	\$ (1 379 000)	\$ (81 000)	\$ (123 000)

Преимущество использования показателей движения денежных средств состоит в том, что при определении стадий цикла используется вся совокупность финансовой информации, содержащейся в операционных, инвестиционных и финансовых потоках денежных средств, а не ограниченный объем информации, представленный в одном отдельном показателе таком как возраст фирмы, динамика продаж, объем капитальных затрат, выплата дивидендов и прочие [Anthony and Ramesh 1992, Black 1998]. Более того, модель движения денежных средств обеспечивают лучшую согласованность с экономической теорией. Данный тезис Виктория Дикинсон попыталась доказать с помощью статистических методов.

Автор исследования сформировала выборку компаний, представленных на фондовых биржах NYSE, AMEX и NASDAQ. Период выборки охватывал временной интервал с 1989 года (именно начиная с этого года, финансовая отчетность всех компаний содержала отчет о движении денежных средств) по 2005 год. Фирмы со средними чистыми операционными активами (NOA) и выручкой от продаж менее 1 миллиона долларов США исключались из выборки. Аналогичным образом, из выборки исключались фирмы с абсолютной балансовой стоимостью собственного капитала менее 1 млн. долл. Фирмы финансовой сферы также исключались в связи с уникальным характером их денежных потоков. Конечная выборка состояла из 48 369 компаний-лет наблюдений.

Основной акцент исследования делался на составлении линейной регрессии с целью установить взаимосвязь между динамикой различных экономических показателей и аналитическими коэффициентами со стадиями жизненного цикла. Дикинсон попыталась выявить возможную зависимость между значениями этих показателей и этапами развития компании, и соотнести данную информацию с эмпирическими исследованиями авторов теорий жизненного цикла. Согласно предложенному методу, жизненный цикл каждой компании был разделен на стадии в соответствии с показателями денежных потоков, а затем каждый отдельный показатель был проверен на корреляционную зависимость. После проведения идентификации стадий, было выявлено, что 11,89% всех наблюдений приходится на стадию рождения, 33,95% наблюдений приходится на стадию роста, 41,18% на стадию зрелости, на стадию шока 7,98% и 4,99% на стадию упадка соответственно. В качестве зависимых переменных были выбраны следующие показатели (таблица 6).

Таблица 6

Использованные в исследовании показатели

Показатель	Перевод
<i>Earnings per Share (EPS)</i>	Прибыль на акцию
<i>Return on net operating assets (RNOA)</i>	Рентабельность чистых операционных активов
<i>Profit margin (PM)</i>	Рентабельность продаж
<i>Asset Turnover (ATO)</i>	Оборачиваемость активов

<i>Growth in Sales (GrSALES)</i>	Рост продаж
<i>Growth in NOA (GrNOA)</i>	Капитальные вложения
<i>Market-to-Book (MB)</i>	Отношение рыночной цены акций к их балансовой стоимости
<i>Leverage (LEV)</i>	Коэффициент финансового рычага
<i>Dividend Payout Ratio (DIVPAY)</i>	Коэффициент выплаты дивидендов
<i>Advertising Intensity (ADVINT)</i>	Затраты на рекламу и маркетинг
<i>Innovation (INNOV)</i>	Затраты на исследования и разработки
<i>SEGMENT</i>	Количество сегментов рынка
<i>MERGER</i>	Сделки слияния и поглощения
<i>SIZE</i>	Размер компании

Далее будут приведены основные выводы, сделанные автором по результатам исследования. Для большинства показателей, Дикинсон не представила пояснений, поэтому дополнительно будет подобрана оценка других авторов и даны комментарии к ним.

Согласно большинству исследователей жизненного цикла организации [Грейнер, Адизес, Миллер и Фризен], прибыльность компании достигает своего максимума на стадии зрелости – подтверждение этому было найдено и Дикинсон, а именно: было выявлено, что показатели прибыли на акцию (Earnings per Share (EPS)) и рентабельности чистых операционных активов (Return on Net Operating Assets (RNOA)) достигали максимального значения именно на этой стадии. Такая же динамика прослеживается и на показателях рентабельности продаж (Profit margin (PM)) и коэффициенте оборачиваемости активов (Asset Turnover (ATO)). По мнению автора, это является подтверждением эмпирического исследования авторов Selling и Stickney (1989), согласно которому на стадии роста компания активно вкладывается в исследования и разработки, маркетинговые компании и расширение продуктовой линейки, и конечный результат проявляется на стадии зрелости – рентабельность продаж достигает максимальных значений. Более того, Selling и Stickney считали, что зрелые фирмы начинают испытывать огромное давление конкурентов и для повышения конкурентоспособности менеджмент компании фокусируется на снижении издержек производства и повышении эффективности использования существующих производственных мощностей. Это приводит к увеличению оборачиваемости активов

на стадии зрелости, что и было доказано в ходе построения статистической модели. Вместе с тем, на стадии рождения данный показатель также имеет высокое значение, на что можно выдвинуть предположение о том, что большинство молодых компаний в первое время существования часто берут средства труда в операционную аренду и не отражают данные активы в балансе. Это может приводить к искусственному завышению показателя рентабельности активов.

Согласно другому исследователю жизненного цикла организаций (Spence 1977, 1979, 1981), показатели роста продаж (Growth in Sales (GrSALES)) и капитальных вложений (Growth in NOA (GrNOA)) должны постепенно снижаться в течение всего жизненного цикла – от стадии рождения, к стадии шока. Это утверждение получило подтверждение на практике в модели Дикинсон. Здесь же можно отметить, что Д. Миллер и П. Фризен при разработке своей модели жизненного цикла эмпирическим путем вывели, что на стадии роста уровень продаж возрастает в среднем более чем на 15% каждый год, а на стадии зрелости рост замедляется и составляет менее 15%, таким образом, выводы Дикинсон полностью соотносятся с выводами ученых.

Далее были протестированы утверждения (Myers 1984, Diamond 1991) касательно того, что фирмы для финансирования быстрого развития более активно привлекают заемные средства на стадии роста по сравнению с другими стадиями. Подтверждение данного тезиса было получено через исследование динамики коэффициента финансового рычага (Leverage (LEV)) – именно на стадии роста данный показатель имел наибольшее значение, по сравнению с другими этапами. Это явление отмечается и в работах других исследователей жизненного цикла, к примеру, В.М. Пурлик [5] считает, что на стадии роста большинство компаний еще не представляют интерес для широкого круга инвесторов – сказываются и высокие риски банкротства, отсутствие стабильного положительного финансового результата, серьезные структурные проблемы. Но вместе с тем, у предприятия появляется более широкий доступ к кредитным деньгам, в основном краткосрочным кредитам (примечание В.М. Пурлика). В связи с этим происходит значительное изменение структуры финансирования – доля заемного

капитала увеличивается. На стадии зрелости происходит обратный процесс – большинство компаний осуществляют эмиссию акций как для широкого круга лиц (IPO – публичное размещение акций), так и для узкого круга лиц (частное размещение) [7], что приводит к увеличению доли капитала собственников в структуре финансирования фирмы [1].

Следующий показатель, на который обращает внимание Дикинсон – отношение рыночной цены акций к их балансовой стоимости (Market-to-Book (MB)). Автор отмечает, что широко принято мнение, согласно которому в этот показатель заложены риски, ассоциируемые с компанией, которые оценивает рынок и потенциал дальнейшего развития. Из проведенного анализа было выявлено, что данный коэффициент имеет наибольшее значение на стадии зрелости, что полностью соответствует с общей теорией [11].

В литературе посвященной жизненным циклам организации, авторы относят период начала выплаты дивидендов на стадию зрелости, и данный теоретический вывод был подтвержден исследованием Дикинсон. Коэффициент выплаты дивидендов (Dividend Payout Ratio (DIVPAY)) имел максимальное значение именно на стадии зрелости, для остальных стадий значение было несущественным. Такой же вывод сделали Barclay и Smith в своем труде «The maturity structure of corporate debt», уточнив, что на стадии зрелости основные приоритеты компании меняются – компания перестает привлекать все больше внешних ресурсов для постоянного расширения деятельности и реинвестировать всю полученную прибыль обратно в производство, а начинает активно погашать обязательства и перераспределять полученный конечный доход в пользу держателей акций.

Согласно большинству эмпирических исследований, считается, что затраты на рекламу, исследования и разработки наиболее высокие на ранних стадиях развития фирмы, так как компании пытаются активно развить новые технологии, занять большую долю рынка, увеличить объем продаж. Для проверки данной гипотезы, Дикинсон взяла два расчетных показателя: соотношение расходов на рекламу к сумме чистых продаж (Advertising Intensity (ADVINT)) и соотношение

расходов на исследования и разработки к сумме чистых продаж (Innovation (INNOV)). Через построение статистической модели было выявлено, что на стадии рождения доля затрат по данным направлениям является максимальной в сравнении с остальными стадиями. Данный факт отмечался и в трудах исследователей Block и MacMillan, которые заметили, что на стадии рождения основной целью предприятия является коммерциализация продукта. Под коммерциализацией продукта стоит понимать процедуру превращения продукта в рыночный товар, на который существует спрос, и размещение данного товара на рынке с целью извлечения прибыли [10]. Данный процесс требует больших затрат на подготовку оборудования, тестирование продукта, исследование рынка, рекламу, что составляет на первоначальных этапах большую часть расходов фирмы. Вместе с тем, на стадии упадка доля затрат на данные направления также значительно увеличивается, что может быть трактовано как попытка менеджмента компаний остановить падение и вернуть достигнутый ранее успех.

В ходе исследования было также установлено, что количество сегментов рынка (SEGMENTS) на которых присутствуют компании постепенно увеличивается в течение жизненного цикла и достигает максимального значения на стадии зрелости. Данный вывод косвенно находит свое подтверждение в работах И. Адизеса, Д. Миллера и П. Фризена, которые утверждали, что рыночная доля компании постепенно растет и достигает своего максимума именно на стадии зрелости, а рост доли рынка чаще всего сопровождается расширением продуктовой линейки и разработкой новых товаров для разных категорий потребителей. Дополнительно, можно привести вывод М.В. Пурлика, согласно которому на стадии зрелости компании начинают активно вкладывать средства в «бизнес-единицы, находящиеся на различных стадиях жизненного цикла, тем самым меняя конфигурацию кривой роста; создавая инновационные продукты и заново позиционируя себя на рынке» [5]. А данный процесс сопровождается увеличением сегментов рынка, на которых присутствует продукция компании.

Дополнительно, Дикинсон рассмотрела показатель, показывающий привлекательность компаний для сделок слияния и поглощения (MERGER). Такой

показатель рассчитывает компания Standard&Poors и присуждает определенный рейтинг каждой компании, которые затем публикуются в системе Compustat. Согласно исследованию Дикинсон, наибольшей привлекательностью для поглощения обладают компании на стадии рождения и роста, причем на стадии роста данный показатель является наиболее существенным. Данному явлению в своем исследовании уделили внимание Г.Н. Ильина и О.В. Дорохина. Авторы отмечают, что на стадии зрелости компания встает перед выбором стратегии дальнейшего развития – либо посредством внутренних механизмов роста, либо внешних. Первый вариант подразумевает ориентацию на увеличение эффективности использования существующих активов, проведение масштабных структурных изменений, внедрение инноваций и новых технологий, оптимизацию производственных процессов. Второй вариант развития осуществляется за счет сделок слияния и поглощения, такие операции «позволяют компаниям решать многие стратегические задачи, будь то получение эффектов масштаба, расширение географии деятельности, усиление рыночных позиций или финансовой мощи, переход в новые, более перспективные отрасли, доступ к передовым технологиям» [2]. Вместе с тем, стоит отметить, что ни один из вариантов не противоречит другому, и компания может использовать одновременно обе модели развития. Объектом поглощения для таких компаний чаще всего выступают организации, находящиеся на стадии рождения или роста. Это обуславливается наличием огромного потенциала роста у таких предприятий, ориентацией на новые рынки сбыта и развитие за счет современных технологий, выгодным соотношением между потенциальными доходами от такой сделки и расходами по приобретению объекта поглощения [1].

Последним показателем, анализируемым Дикинсон, стал размер компании (SIZE), который рассчитывался как стоимость компании в рыночной оценке. Согласно исследованию, данный показатель постепенно растет в течение жизненного цикла компаний и достигает максимального значения на стадии зрелости, затем его значение падает и достигает минимума на стадии упадка. Существует множество мнений и позиций исследователей касательно факторов, влияющих

на стоимость компании. Можно выделить некоторые из них и рассмотреть в разрезе жизненного цикла компании с целью понять, есть ли основания для вывода Дикинсон. Можно выделить несколько работ различных авторов и представить их в таблице (таблица 7):

Таблица 7

Показатели, влияющие на рыночную стоимость компании [9]

<i>Авторы исследований</i>	<i>Показатели, влияющие на рыночную стоимость компании</i>
<i>Collins (1957)</i>	балансовой стоимости акции (book value per share), дивиденды на акцию (dividend per share)
<i>Karathanassis u Philippas (1988)</i>	дивиденды на акцию (dividend per share), размер компании (firm size)
<i>Irfan and Nishat (2002)</i>	коэффициент выплаты (dividend payout), размер компании (firm size), дивидендная доходность (dividend yield)
<i>Pradhan (2003)</i>	дивиденды на акцию (dividend per share)
<i>Sharma and Singh (2006)</i>	Прибыль на акцию (earnings per share), коэффициент котируемости акции (price earnings ratio), дивиденды на акцию (dividend per share), дивидендное покрытие (dividend coverage), дивидендный выход (dividend payout), балансовой стоимости акции (book value per share), размер компании (firm size)
<i>AL-Omar and AL-Mutairi (2008)</i>	балансовой стоимости акции (book value per share), прибыль на акцию (earnings per share)
<i>Khan (2009)</i>	дивиденды на акцию (dividend per share)
<i>Somoye et al. (2009)</i>	дивиденды на акцию (dividend per share), прибыль на акцию (earnings per share)
<i>Uddin (2009)</i>	дивиденды на акцию (dividend per share), прибыль на акцию (earnings per share)
<i>Nirmala, Sanju, and Ramachandran (2011)</i>	дивиденды на акцию (dividend per share), коэффициент котируемости акции (price earnings ratio)
<i>Sharma (2011)</i>	дивиденды на акцию (dividend per share), прибыль на акцию (earnings per share), балансовой стоимости акции (book value per share), коэффициент котируемости акции (price earnings ratio)
<i>Amarjit Gill, Nahum Biger (2012)</i>	балансовой стоимости акции (book value per share), прибыль на акцию (earnings per share), дивиденды на акцию (dividend per share), коэффициент котируемости акции (price earnings ratio)

Из представленной таблицы можно выделить наиболее часто встречающиеся показатели – прибыль на акцию (earnings per share) и дивиденды на акцию (dividend per share). Динамику данных коэффициентов можно рассмотреть в



разрезе жизненного цикла организации. Показатель прибыль на акцию согласно исследованию самой Дикинсон достигает своего максимального значения на стадии зрелости, более того, выплата дивидендов в большинстве компании начинается также на данной стадии, а следовательно и показатель дивиденды на акцию (dividend per share) тоже будет иметь наиболее высокое значение в данном временном интервале. Стоит отметить, что данные коэффициенты не являются единственными факторами, влияющими на стоимость компании в рыночной оценке, но вместе с тем, могут служить косвенным подтверждением тезиса выдвинутого Дикинсон.

Далее Дикинсон решила провести точно такой же анализ показателей для той же выборки, но используя другие широко описанные методы выделения стадий жизненного цикла организаций, а именно – по методу Anthony и Ramesh (1992) (по совокупности трех показателей: роста продаж, капитальные затраты, выплата дивидендов) и по возрасту компаний. Согласно полученным результатам, метод, предложенный Дикинсон (по движению денежных средств) дал выводы, наиболее согласующиеся с общей теорией жизненных циклов организаций. Вместе с тем, сама автор делает замечание, что данный метод не может давать гарантию точного определения границ стадий, и могут существовать более точные модели идентификации этапов жизненного цикла.

В целом, стоит отметить, что ни один из подходов не гарантирует точного определения этапов развития организации. Можно лишь выделить отдельные тренды, тенденции и характеристики свойственные конкретному временному интервалу, которые могут помочь понять сущность явлений, происходящих внутри компании. Данная информация позволяет взглянуть на анализ отдельных показателей финансового состояния фирмы иначе, с позиции их возможной цикличности и изменчивости во времени.

### ***Список литературы***

1. Бабушкин В. Анализ инвестиционной привлекательности компаний различных организационно-правовых форм и на разных этапах их жизненного

цикла // Риск: ресурсы, информация, снабжение, конкуренция. – 2013. – №1. – 247–252 с.

2. Ильина Г.Н. Взаимосвязь слияний и поглощений с жизненным циклом компаний / Г.Н. Ильина, О.В. Дорохина // Теория и практика общественного развития. – 2015. – №7. – 14–18 с.

3. Котляров И.Д. Маркетинг: Учеб. пособие / И.Д. Котляров. – М.: Эксмо, 2010. – 240 с.

4. Куранов М.В. Показатели и модели анализа финансового состояния на различных этапах жизненного цикла организации // Экономический анализ: теория и практика. – 2008. – №5 (110). – 56–60 с.

5. Пурлик В.М. Финансовые кризисы в компании в контексте жизненного цикла организации // Вестн. Моск. ун-та. Сер. 21. Управление (государство и общество). – 2012. – №1. – 17–30 с.

6. Розанова Н.М. Использование концепции жизненного цикла в экономическом анализе фирмы / Н.М. Розанова, А.А. Катайкова // Современная экономическая теория. – 2012. – С. 8–21.

7. Турченко А.А. Выбор источника финансирования в зависимости от этапа жизненного цикла компании // Известия Байкальского государственного университета. – 2012. – №1. – 38–41 с.

8. Широкова Г.В. Жизненный цикл организации: концепции и российская практика // Г.В. Широкова. – СПб.: Высшая школа менеджмента; Издат. Дом. СПбГУ, 2008. – 480 с.

9. Amarjit Gill, Nahum Biger Determinants of Equity Share Prices from American Firms // International Research Journal of Finance and Economics. ISSN 1450–2887. – Issue 90 (2012), 176–192 с.

10. Block Z., MacMillan I. C. Milestones for Successful Venture Planning // Harvard Business Review. – 1985. – Vol. 63. – N5. – P. 184–196.

11. Dickinson, V. Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle // The Accounting Review. – 2011. – 45 p.

12. Gort, M. and Klepper, S. (1982) Time Paths in the Diffusion of Product Innovations // The Economic Journal, 92, P. 630–653.
13. James M. Wahlen, Stephen P. Baginski «Financial Reporting, Financial Statement Analysis, and Valuation – Strategic Perspective» // Cengage Learning US, 2017, 1200 с., ISBN 9781337614689.
14. Joshua Livnat Paul Zarowin The incremental information content of cash-flow components // Journal of Accounting and Economics Volume 13, Issue 1, May 1990, P. 25–46.
15. Jovanovic B. Selection and the Evolution of industry // Econometrica. – 1982. – Vol. 50. – N3. – P. 649–670.
16. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://africanfinancials.com/company/ke-atlas/>
17. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.annualreports.com/Company/ambarella-inc>
18. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://ir.cedarfair.com/financial-reports/annual-reports/default.aspx>
19. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.annualreports.com/Company/eastman-kodak>

### ***References***

1. Babushkin V. The analysis of investment attractiveness of companies of different legal forms at different stages of their life cycle // Risk: resources, information, supply, competition №1, 2013., 247–252 p.
2. Ilina G. N., Dorokhina O. V. The relationship of mergers and acquisitions with the life cycle of companies // Theory and practice of social development №7, 2015, 14–18 p.
3. Kotlyarov I. D. Marketing: studies allowance / I. D. Kotlyarov. – Moscow: Eksmo, 2010. – 240 p.
4. Kuranov, M. V. Indicators and models of financial analysis at different stages of the organization life cycle // Economic analysis: theory and practice. 2008. No.5, 56–60 p.

5. Purlik, V. M. Financial crises in the company in the context of the life cycle of the organization / Vestn. Mosk. UN-TA. Ser. 21. Governance (state and society). – 2012. – No.1., 17–30 p.
6. Rozanova N. M. Kadykova A. A., The use of life cycle approach in the economic analysis of the firm // Modern economic theory. – 2012, p. 8–21.
7. Turchenko, A. A. Choice of the funding source depending on the stage of the company life cycle // Proceedings of Baikal state University. – 2012. – No. 1., 38–41 p.
8. Shirokova, G. V. Life cycle: concepts and Russian practice / Shirokova, G. V. – SPb.: Higher school of management; Izdat. House. St. Petersburg state University, 2008. – 480 p.
9. Amarjit Gill, Nahum Biger Determinants of Equity Share Prices from American Firms // International Research Journal of Finance and Economics. – ISSN 1450–2887. – Issue 90 (2012), 176–192 c.
10. Block Z., MacMillan I. C. Milestones for Successful Venture Planning // Harvard Business Review. – 1985. – Vol. 63. – N 5. – P. 184–196.
11. Dickinson, V. Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle // The Accounting Review. – 2011. – 45 c.
12. Gort, M. and Klepper, S. (1982) Time Paths in the Diffusion of Product Innovations // The Economic Journal, 92, 630–653.
13. James M. Wahlen, Stephen P. Baginski Financial Reporting, Financial Statement Analysis, and Valuation – Strategic Perspective // Cengage Learning US, 2017, 1200 p., ISBN 9781337614689.
14. Joshua Livnat Paul Zarowin The incremental information content of cash-flow components // Journal of Accounting and Economics. Volume 13, Issue 1, May 1990, Pages 25–46.
15. Jovanovic B. Selection and the Evolution of industry // Econometrica. – 1982. – Vol. 50. – N 3. – P. 649–670.
16. [Electronic resource]. – Access mode: <https://africanfinancials.com/company/ke-atlas/>

17. [Electronic resource]. – Access mode: <http://www.annualreports.com/Company/ambarella-inc>
  18. [Electronic resource]. – Access mode: <http://ir.cedarfair.com/financial-reports/annual-reports/default.aspx>
  19. [Electronic resource]. – Access mode: <http://www.annualreports.com/Company/eastman-kodak>
- 

**Окишев Евгений Владимирович** – бакалавр, магистрант ФГБОУ ВО «Санкт-Петербургский государственный университет», Россия, Санкт-Петербург.

**Okishev Evgenij Vladimirovich** – bachelor, graduate student of the FSBEI of HE "Saint-Petersburg State University", Russia, St. Petersburg.

**Соколова Наталья Александровна** – канд. экон. наук, доцент кафедры статистики, учета и аудита ФГБОУ ВО «Санкт-Петербургский государственный университет», Россия, Санкт-Петербург.

**Sokolova Natalia Aleksandrovna** – candidate of economic sciences, associate professor at the department of statistics, accounting and audit at St. Petersburg State University, Russia, St. Petersburg.

---