

ОЦЕНКА СООТВЕТСТВИЯ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ КОМПАНИИ ЕЕ СТАДИИ ЖИЗНЕННОГО ЦИКЛА НА ПРИМЕРЕ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКОЙ ОТРАСЛИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

А.Н. Бродунов, Е.С. Половинкина*

Рассматриваются методологические и практические аспекты идентификации стадии жизненного цикла хозяйствующих субъектов, а также вопрос о влиянии последнего на принятие руководством решений по поводу выплат дивидендов акционерам. Систематизированы наиболее известные фундаментальные и современные подходы к оценке этапов жизненного цикла компании на основе финансовых и нефинансовых показателей деятельности, отмечены преимущества и недостатки каждого из них. Произведены расчеты по определению стадии жизненного цикла пяти компаний – представителей металлургической отрасли. Дана оценка соответствия уровня дивидендных выплат стадии развития каждой компании.

Ключевые слова: жизненный цикл компании, дивидендная политика, структура капитала, денежные потоки, отрасль металлургии.

JEL-классификация: G30, G32.

Материал поступил 19.02.2019 г.

Одним из актуальных вопросов современных корпоративных финансов является дивидендная политика компании. От нее зависит благосостояние собственников в текущем периоде, а также успешность функционирования и продолжительность существования бизнеса в будущем (Гребенникова, Хабльева, 2017. С. 229). Дивидендная политика является элементом финансовой стратегии компании, назначение которого – принятие решений по распределению прибыли на выплату дивидендов акционерам (пропорционально доле их вклада в уставный капитал) с учетом инвестиционных потребностей бизнеса, а также имеющихся финансовых ресурсов и возможностей доступа к ним.

В ряде исследований доказывается, что дивидендная политика подвержена влиянию различных факторов (Федорова, Завозина, 2014). Согласно концепции жизненного цикла одним из них является стадия развития компании. Однако ее идентифи-

кация является непростой задачей, решение которой требует от финансового аналитика учитывать в обобщенном виде результаты анализа множества макро- и микроэкономических показателей¹. Проведя обзор работ, посвященных данному вопросу, мы пришли к выводу, что эксперты предлагают различные подходы к определению стадии развития хозяйствующих субъектов, основанные на анализе множества показателей. По нашему мнению, для упрощения данного процесса целесообразно классифицировать такие подходы по отдельным финансовым характеристикам деятельности хозяйствующих субъектов, которые служат индикаторами стадий их развития. Предполагаем также, что комплексное применение имеющихся подходов на практике позволит дать более точную оценку стадии жизненного цикла той или иной компании.

¹ Бродунов А.Н. 2014. Оценка бизнеса: теория и практика: учеб. пособие. Москва: ЧОУВО «МУ им. С. Ю. Витте». С. 94.

* Бродунов Андрей Николаевич (abrodunov@muiv.ru), кандидат экономических наук, заместитель заведующего кафедрой финансов и кредита Московского университета им. С.Ю. Витте (г. Москва, Россия);

Половинкина Елена Семеновна (70134174@online.muiv.ru), магистрант факультета финансов и кредита Московского университета им. С.Ю. Витте (г. Москва, Россия).

Цель исследования – дать оценку стадиям жизненного цикла российских компаний металлургической отрасли, а также подтвердить или опровергнуть тезис о том, что жизненный цикл компании влияет на решения ее руководства по выплате дивидендов акционерам. Для достижения поставленной цели определены следующие задачи:

систематизировать наиболее известные подходы к идентификации стадий жизненного цикла (далее – ЖЦ) хозяйствующих субъектов;

на основе фундаментальных и современных подходов определить стадии ЖЦ российских компаний металлургической отрасли;

выявить ключевые показатели, которые обеспечивают соответствие дивидендной политики стадиям развития хозяйствующих субъектов.

Период исследования – 2014–2017 гг., дата 31.12.2017 г. выбрана для идентификации стадии ЖЦ компаний.

Согласно концепции жизненного цикла компания отождествляется с организмом, который последовательно проходит все или несколько этапов (фаз, стадий) развития – от рождения до смерти (Задорожная, 2015. С. 110). Проблема их определения не теряет актуальности на протяжении многих десятилетий, а попытки ее решения отражены как в фундаментальных научных трудах, так и в работах современных авторов. При этом ученые все еще не сошлись во мнении относительно количества фаз ЖЦ

компании. Так, Дж. Энтони и К. Рамеш выделяют 3 фазы: «рост», «зрелость», «стагнация» (1992. С. 203–227); А. Дамодаран – 5 фаз: «старт-ап», «рост», «высокий рост», «зрелость», «спад»². Наибольшее число этапов ЖЦ выделил И. Адизес (10 фаз): «зарождение бизнеса», «младенчество», «активная деятельность», «юность», «расцвет», «стабильность», «аристократизм», «ранняя бюрократия», «бюрократия», «смерть» (2015. С. 141–142). Разделяя подход А. Дамодарана, в данной работе мы будем рассматривать 5 стадий. Ниже сгруппированы основные способы идентификации стадий ЖЦ компании по принципу особенностей методологии их анализа (рис. 1).

Обобщая представленные подходы, мы показали движение компании по траектории жизненного цикла, на каждом из этапов которого она должна обладать «набором» соответствующих финансово-экономических характеристик (рис. 2).

Так, одним из подходов к определению стадии ЖЦ компании является *анализ сбалансированности роста динамических показателей* ее финансово-хозяйственной деятельности: прирост активов (Tr_A), выручки (Tr_S) и прибыли (Tr_{NI}):

$$Tr_{NI} > Tr_S > Tr_A > 100\%, \quad (1)$$

В теории корпоративных финансов сопоставление темпов роста данных инди-

² Damodaran A. 2010. Applied corporate finance. 3rd Edition. Wiley. P. 468.

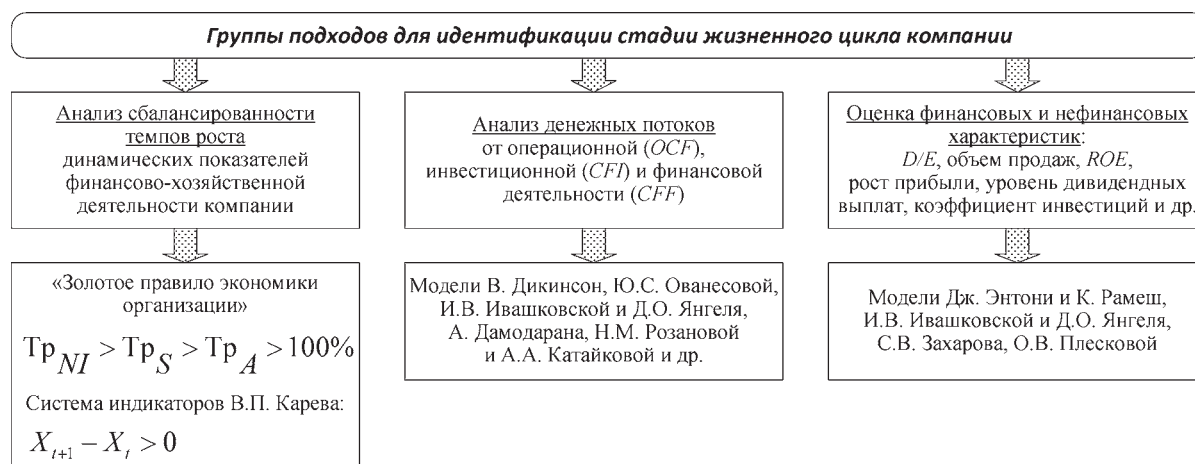


Рис. 1. Систематизация подходов к определению стадии жизненного цикла компании

Источник. Авторская разработка.



Рис. 2. Схематическое отражение характеристик компании на разных этапах жизненного цикла

Примечание. На стадии зрелости показатель операционного, инвестиционного и финансового денежного потока может принимать любое значение. На стадии стагнации денежный поток от финансовой деятельности также может принимать любое значение (Розанова, Катайкова, 2012. С. 52).

Источник. Авторская разработка.

каторов получило название «Золотое правило роста» или «Золотое правило экономики организации» (далее – ЗПЭ). Данная концепция предлагается экспертами в качестве инструмента идентификации жизненного цикла компании, поскольку ЗПЭ позволяет наглядно показать ее способность к расширению и развитию. Приведенное соотношение означает следующее:

прибыль растет более высокими темпами, чем выручка ($Tr_{NI} > Tr_S$), – повышение рентабельности операционной деятельности, относительное снижение издержек производства и обращения;

выручка от продаж возрастает более высокими темпами, чем активы ($Tr_S > Tr_A$), т. е. ресурсы компании оборачиваются быстрыми темпами при неизменной сумме капитала, а значит, используются более эффективно;

наращивание чистой прибыли происходит более быстрыми темпами по сравнению с активами ($Tr_{NI} > Tr_A$) – рост чистой рентабельности активов;

экономический потенциал компании (имущество) увеличивается по сравнению с предыдущим периодом ($Tr_A > 100\%$). Невыполнение данного пункта допускается в случае, если компания проводит работу над снижением дебиторской задолженности, реали-

зует излишние запасы и невостребованные активы³ и т. д. (Хотинская, 2015. С. 13). Согласно данной концепции компания находится *на стадии роста*, если темпы роста ее финансовых показателей таковы, что выполняются все части соотношения ЗПЭ. Неполное соответствие свидетельствует о проживании компанией *промежуточного этапа* своего развития, а абсолютное невыполнение – о ее нахождении *на стадии спада*.

Стоит отметить, что в настоящее время существуют различные модификации концепции ЗПЭ (Айрапетян, 2017; Плескова, 2016; Черненко, 2015), построенные на сопоставлении темпов роста финансовых показателей компании. При этом авторы делают акцент преимущественно на выявлении показателей, отражающих сбалансированность роста компании, а не фазы ее ЖЦ. Однако стоит отметить, что среди подходов, подобных ЗПЭ, имеется модель, предложенная В.П. Каревым (2005), которая позволяет более конкретно идентифицировать три стадии развития компании: «рост», «стагнация» и «кризис». Так, компания находится *на стадии роста*, если выполняется следующее условие:

³ Бродунов А.Н. 2016. Корпоративный финансовый менеджмент: приемы и методы (часть 1): учебное пособие. Москва: ЧОУВО «МУ им. С.Ю. Витте». С. 102–103.

$X_{t+1} - X_t > 0$, при этом

$$X_t = \frac{X_{3t}}{X_{3(t-1)}} \cdot (X_{1t} + X_{2t} + Am_t), \quad (2)$$

где X_{1t} – операционная прибыль (ЕВИТ) компании за предшествующий период;

X_{2t} – сумма дебиторской задолженности сроком менее года и имеющихся денежных средств на банковский счетах компании, т. е. потенциальный и уже имеющийся источники формирования чистого дохода в краткосрочном периоде;

X_{3t} – отношение выручки к среднесписочной численности персонала (показывает тенденции роста или снижения постоянных и переменных затрат, влияющих на формирование чистого дохода: например, сокращение численности работников при постоянстве выручки позволяет уменьшить затраты на заработную плату);

Am_t – расходы на амортизацию основных средств (участвуют в генерировании чистого дохода компании).

Значение финансового индикатора в периоде $(t+1)$ превышает его среднее значение за предыдущий период (t) . В свою очередь, разница между показателями (X_{t+1}) и (X_t), равная нулевому значению (формула 3), свидетельствует о том, что компания находится на стадии стагнации.

$$X_{t+1} - X_t = 0. \quad (3)$$

Из логики модели также следует, что при отставании текущего значения показателя от значения в предыдущих отчетных периодах компания переходит в стадию кризиса⁴:

$$X_{t+1} - X_t < 0. \quad (4)$$

Полагаем, что при практическом применении данной концепции в качестве периода (X_t) целесообразно рассматривать его среднее значение за три года, предшествующих периоду (X_{t+1}). Это позволит понять, имеются ли кардинальные изменения в отдельных финансовых характеристиках бизнеса, что будет способствовать более точной оценке фазы ее жизненного цикла. На наш взгляд, преимущество модели В.П. Карева в том, что с помощью небольшого на-

бора финансовых показателей финансовый аналитик может получить однозначный ответ о стадии ЖЦ компании. Однако в ходе данного исследования выявлен и недостаток – зачастую даже крупные компании, отчетность о деятельности которых находится в открытом доступе, не предоставляют актуальных сведений о среднесписочной численности персонала, что делает невозможным применение данной модели.

Следующий подход к определению стадии ЖЦ компании основан на анализе набора ее финансовых и нефинансовых показателей. Так, Дж. Энтони и К. Рамеш рассматривали ее возраст, динамику выручки, величину выплаченных за год дивидендов, объем капиталовложений (Anthony, Ramesh, 1992. С. 203–227). В свою очередь Н.М. Розанова и А.А. Катайкова кроме данных индикаторов предлагают оценивать объем продаж, прибыль и ее динамику, финансовый рычаг (2012. С. 13).

Необходимо отметить, что в работах, посвященных вопросу ЖЦ компании, именно на структуру финансирования исследователи, чаще всего обращают особое внимание, ведь как отмечает А.Н. Задорожная, «на каждой из стадий жизненного цикла компания имеет различные потребности в финансировании, а также разный уровень доступности к финансовым ресурсам» (2015. С. 107). Полагаем, что потребность компании в финансовых ресурсах наиболее ярко сигнализирует о стадии ее развития, поэтому данный аспект будет учтен в практической части данной работы.

Опишем кратко характеристики компании на разных стадиях ее существования. На этапе создания объем продаж и, соответственно, выручка компании невелики, поскольку она только начинает свою деятельность и функционирует преимущественно за счет средств, внесенных учредителями в уставный капитал и получаемой прибыли, однако последняя обладает высокой степенью волатильности (Задорожная, 2015. С. 110). Согласно подходу В. Дикинсон на данном этапе показатель чистой прибыли меньше нуля, т. е. компания терпит убытки. Между тем она имеет большой потенциал роста и множество инвестиционных возможностей (Розанова, Катайкова, 2012. С. 52). Однако

⁴ Там же. С. 96.

собственных ресурсов недостаточно для их реализации, а привлечение заемного капитала от различных внешних поставщиков затруднено. По этой причине показатель финансового рычага (D/E) имеет невысокий уровень или равен нулю.

На этапе роста компания по-прежнему нуждается в финансировании множества инвестиционных проектов. В то же время ее финансовое положение изменяется: прибыль начинает расти, но темпы ее роста имеют неустойчивый характер; возможны убытки от операционной деятельности. Появляется больше возможностей привлечения заемных ресурсов от различных поставщиков капитала (Плескова, 2016. С. 79). В такой ситуации некоторые компании проводят процедуру IPO для привлечения недостающих средств путем продажи обыкновенных акций⁵. По мнению Н.М. Розановой и А.А. Катайковой (2012), финансовый рычаг (D/E) на данной стадии развития достигает самого высокого уровня. По сравнению с выпуском акций привлечение кредита – более быстрая процедура получения заемных средств, поэтому зачастую компании отдают предпочтение именно ему.

Этап расцвета является переходным между ростом и зрелостью, а потому совмещает их отдельные характеристики. Так, собственные источники финансирования (прибыль, денежные потоки) растут, но доходы все еще отстают от инвестиционных потребностей. Чистая прибыль положительна, но темпы ее роста невысоки; вероятность получения убытков уменьшается по сравнению с предыдущей стадией. Публично торгуемые компании помимо обычных видов заемного капитала (кредиты, акции) начинают применять их различные разновидности, например варранты⁶. Так как компания продолжает развиваться, соотношение между заемными и собственными источниками финансирования (D/E) по-прежнему остается высоким.

На этапе зрелости у компании формируется финансовая гибкость: улучшаются условия заимствования кредитных ресурсов, расширяются возможности привлекать более крупные капиталы от инвесторов разного типа,⁷ а рентабельность собственного

капитала, по мнению О.В. Плесковой, достигает максимума (2016. С. 79). Выручка и денежные потоки продолжают расти, отражая отдачу от прошлых инвестиций, а потребность в новых проектах снижается⁸. Темпы роста чистой прибыли становятся более устойчивыми и умеренными (Розанова, Катайкова, 2012. С. 52). Заработанные собственные средства по операционной деятельности как более дорогой источник финансирования по сравнению с заемным капиталом становится целесообразно распределить между собственниками⁹. Поэтому у компании достаточно высокий уровень финансового рычага (D/E), однако он ниже, чем на предыдущей стадии.

На этапе спада выручка начинает уменьшаться, так как компанию по темпам роста бизнеса опережают другие «зрелые» и «растущие» конкуренты. Как следствие, возможны и убытки от операционной деятельности (Там же). Компании практически не требуются новые инвестиции (Задорожная, 2015. С. 110), а следовательно, и дополнительные заемные средства. Поэтому показатель D/E на данной стадии достигает самого низкого по сравнению с другими фазами или нулевого значения. Однако в некоторых случаях руководство может пересмотреть деятельность компании, менеджмент и вновь перевести ее на этап роста (Гребенникова, Хабльева, 2017. С. 231).

Преимущество такого подхода состоит в том, что стадию ЖЦ компании можно определить путем несложных расчетов при наличии в открытом доступе финансовой отчетности. Недостатком является то, что некоторые финансовые показатели формируются под воздействием факторов внешней среды (например, спрос на продукцию), а также зависят от особенностей финансирования компании (например, консервативный или агрессивный тип финансовой политики). Следовательно, их фактические значения могут не соответствовать устоявшимся взглядам, положенным в основу некоторых моделей оценки ЖЦ компании.

⁵ Ивашковская И.В. 2017. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность советов директоров. Москва: Инфа-М. С. 98.

⁸ Damodaran A. Applied corporate finance. P. 469.

⁹ Теплова Т.В. 2016. Корпоративные финансы: учебник для бакалавров. Москва: Юрайт. С. 510–511.

⁵ Damodaran A. Applied corporate finance. P. 468.

⁶ Там же.

С данным подходом тесно связано *определение ЖЦ компании на основе ее денежных потоков от операционной (OCF), инвестиционной (CFI) и финансовой деятельности (CFF)*. Этот подход использовали в своих работах В. Дикинсон, О.С. Ованесова, Н.М. Розанова, А.А. Катайкина и другие исследователи. Денежные потоки (прежде всего от операционной деятельности) не только характеризуют ЖЦ компании, но и напрямую влияют на величину дивидендов, которые потенциально могут быть выплачены акционерам.

Как показано на рис. 2, на *этапе создания* операционная деятельность, как правило, не приносит компании положительного денежного потока. По этой причине и ввиду большой потребности в источниках финансирования компания не может осуществлять какие-либо выплаты дивидендов. На *этапе роста* денежный поток от операционной деятельности нестабилен, а ее владельцы стремятся вложить имеющийся капитал в развитие и укрепление позиций бизнеса на рынке. В таких условиях дивиденды могут выплачиваться, но на низком уровне (Гребенникова, Хабльева, 2017. С. 231). На *этапе зрелости* денежные потоки продолжают расти, отражая доход от предыдущих инвестиций¹⁰; рост бизнеса становится умеренным, а дивидендные выплаты более стабильными и высокими (Николашина, 2014. С. 107). На *стадии спада* операционный денежный по-

ток фирмы сокращается, но выплата дивидендов осуществляется в большем размере, чем на стадии зрелости. Такая политика необходима для того, чтобы сохранить позиции компании на рынке и обеспечить стабильность ее акций путем привлечения новых инвесторов (Гребенникова, Хабльева, 2017. С. 231).

Преимущество данного подхода в том, что в его основе заложены показатели, отражающие движение реальных денежных средств компании, ведь именно они, а не «бумажная» чистая прибыль, направляются на выплату дивидендов.

Систематизировав подходы к определению ЖЦ, попробуем применить их на примере компаний металлургической отрасли: ПАО Магнитогорский металлургический комбинат «ММК», ПАО «Северсталь», ПАО Трубинская металлургическая компания «ТМК», ПАО «Мечел», ПАО Новолипецкий металлургический комбинат «НЛМК». Необходимо внести ясность: финансовые показатели, такие как физический объем производства и продаж, а также выручка данных компаний, существенно зависят от величины спроса на российском и международном рынках и от уровня цен на железную руду, алюминий и другие металлы. В подтверждение сказанного приведем их динамику за 2014–2017 гг. (рис. 3).

С 2014 г. цены на железную руду стали заметно снижаться, динамика цен на алюминий в целом нестабильна, заметно их сниже-

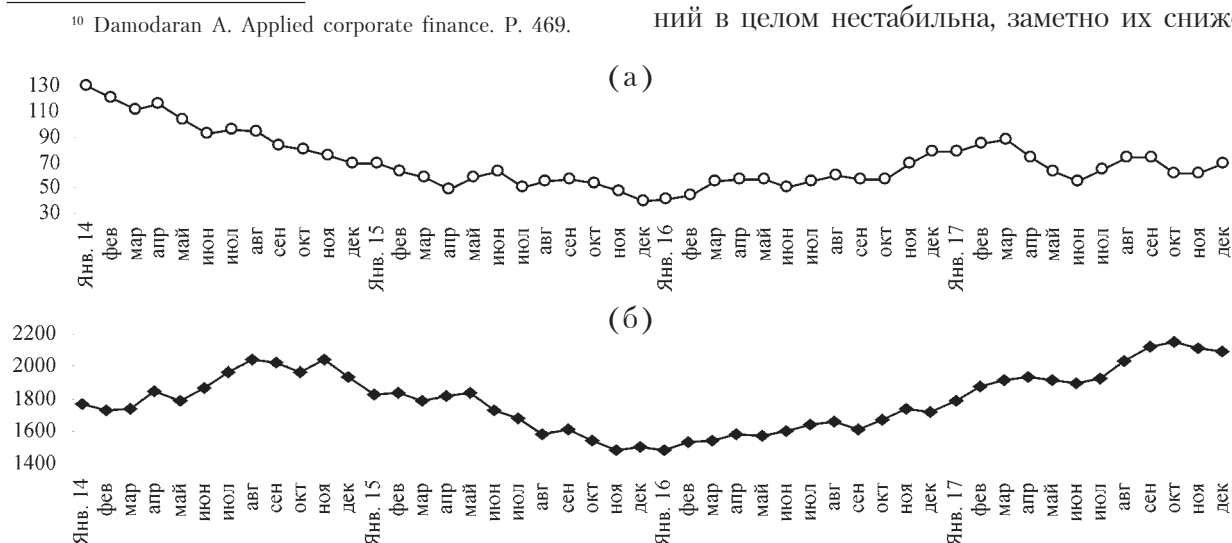


Рис. 3. Динамика среднемесячных биржевых цен на железную руду (а) и алюминий (б) за 2014–2017 гг., долл/т

Источник. URL: <https://www.finanz.ru/>

ние в период с мая 2015 г. по сентябрь 2016 г. Последнее обусловлено тем, что в данный период отрасль металлургии переживала самый сильный спад, который отразился на многих участниках рынка. Металлургические компании были вынуждены остановить производственные мощности из-за убытков, так как цены на мировых рынках показали значительное снижение, а на ряд металлов достигли ценового дна. Ситуация кризиса вызвана прежде всего падением спроса в Китае, спровоцированным замедлением темпов роста экономики страны: в 2013 г. они составляли 7,7%, в 2014 – 7,3, а в 2015 – 6,9 и продолжили падение в 2016 г. – 6,6%¹¹. В 2017 г. состояние отрасли металлургии немного стабилизировалось ввиду повышения объема производства в Китае¹² и незначительного роста экономики до уровня 6,9%.

Таким образом, акцентирование внимания на показателях выручки и объема производства (продаж) не позволит дать объективную оценку стадии ЖЦ компаний металлургической отрасли; все остальные финансовые индикаторы необходимо учитывать комплексно.

Следует также сказать, что акции всех компаний, выбранных в качестве объектов

¹¹ URL: <http://www.ereport.ru/stat.php?razdel=country&count=china&table=ggeci>; URL: <https://people.conomy.ru/blog/analytics/760.html>

¹² URL: http://ru.investinrussia.com/data/file/Iron_and_steel_industry_report_2018_ru.pdf

исследования, торгуются на открытом рынке ценных бумаг, фаза ЖЦ «создание» для каждой из них уже пройдена. Итак, основываясь на результатах проведенных расчетов, определим стадию ЖЦ компании ПАО «ММК» по состоянию на 31.12.2017 г. (табл. 1 и 2).

ЗПЭ выполняется частично, так как прибыль ПАО «ММК» растет медленнее, чем выручка. Компания увеличила коммерческие расходы, а также произвела переоценку отдельных активов и сформировала резерв под их обесценение, что способствовало снижению роста чистой прибыли. Модель В.П. Карева показывает, что в 2017 г. по сравнению с периодом 2014–2016 гг. чистый доход увеличился. Нестабильность показателей *NI* и *ROE* также является характеристикой «растущей» компании, однако ей противоречит снижение финансового рычага. Стоит отметить, что в соответствии с финансовой стратегией руководство ПАО «ММК» намерено привлекать долгосрочные заемные средства для финансирования закупки оборудования по крупным инвестиционным проектам¹³. Компания уже осуществила ряд проектов («Строительство воздухоразделительной установки» (2016–2018 гг.), «Реконструкция производства жести» (2015–2018 гг.) и др.),

¹³ Эксперты прогнозируют рост капитализации ММК. Экономика и жизнь. 2018. № 38. URL: <https://www.eg-online.ru/article/381185/>

Таблица 1

Согласование подходов к определению стадии жизненного цикла компании ПАО «ММК»

Подход	Результат расчетов	Вывод
«Золотое правило экономики»	$Tr_N = 94,54\%$; $Tr_S = 117,73\%$; $Tr_A = 115,75\%$	$Tr_N < Tr_S > Tr_A > 100\%$ Рост; промежуточная стадия
Система индикаторов В.П. Карева	$(X_{t+1}) = 228\,250,84$ $(X_t) = 173\,332,18$ $X_{t+1} - X_t = 54\,918,66$	$X_{t+1} - X_t > 0$ Рост
Анализ денежных потоков за 2017 г., млн руб.	$OCF = 100\,299,98$ $CFI = -17\,752,00$ $CFF = 2691,00$	$OCF > 0$ $CFI < 0$ $CFF > 0$ Рост
Анализ финансовых показателей	см. табл. 2	Рост

Примечание. Здесь и далее приводятся результаты расчетов по данным финансовой отчетности компаний по Международным стандартам финансовой отчетности (МСФО). При применении ЗПЭ сопоставляются данные за период 2016–2017 г.; в модели В.П. Карева за показатель (X_{t+1}) принимаются данные за 2017 г., (X_t) – среднее значение за 2–3 предыдущих года.

Источник. Авторская разработка.

Выборочные финансовые показатели ПАО «ММК», 2015–2017 гг.

Показатель	2017	2016	2015
Темпы прироста объема производства – в том числе:			
угольный концентрат, %	-5,05	1,70	-4,08
железорудное сырье, %	0,46	1,40	-5,08
сталь, %	2,52	2,52	-6,10
Темпы прироста объема продаж товарной металлопродукции, %	1,42	2,39	-7,99
Темп прироста выручки (<i>S</i>), %	17,73	5,52	16,97
Темп прироста чистой прибыли (<i>NI</i>), %	-5,5	228,2	-759,7
Финансовый рычаг (<i>D/E</i>)	0,44	0,38	0,85
Рентабельность собственного капитала (<i>ROE</i>), %	21,93	25,70	9,25
Сумма выплаченных дивидендов, млн руб.	23 559	11 469	6452
Коэффициент дивидендных выплат (<i>PR</i>)	0,34	0,16	0,29

Источник. Авторская разработка по данным финансовой отчетности ПАО «ММК» по МСФО за 2015–2017 гг. URL: <http://mmk.ru>

но многое еще предстоит («Строительство новой коксовой батареи» (2019–2022 гг.), «Строительство АНГЦ» (2016–2026 гг.))¹⁴.

Коэффициент дивидендных выплат на 31.12.2017 г. достиг наибольшей величины за весь период. Такую ситуацию можно попытаться объяснить тем, что, имея определенные потребности в финансировании, руководство компании уверено в возможностях своего бизнеса.

Состояние денежных потоков ПАО «ММК» от разных видов деятельности указывает на стадию роста. Также, по данным консолидированной финансовой отчетности

сти, в 2017 г. ПАО «ММК» приобрела дополнительные ОС и НМА, что вызвало отток денежных средств по инвестиционной деятельности. Таким образом, мы считаем, что на 31.12.2017 г. ПАО «ММК» находится на этапе роста. Далее рассмотрим аналогичные показатели для компании ПАО «Северсталь» (табл. 3 и 4).

Результаты, полученные при проверке модели В.П. Карева и ЗПЭ, показывают, что ПАО «Северсталь» – активно растущая компания, расширяющая свою деятельность. Число источников формирования чистого дохода в 2015–2017 гг. увеличено. В 2017 г. компания осуществила инвестиции во внеоборотные активы, так как они увеличились на 22 998 млн руб. к уровню предыдущего года,

¹⁴ Проект стратегии развития металлургической отрасли России до 2030 г. С. 80. URL: <http://minpromtorg.gov.ru/common/upload/files/docs/Strategiya.docx>

Таблица 3

Согласование подходов к определению стадии жизненного цикла компании ПАО «Северсталь»

Подход	Результат расчетов	Вывод
«Золотое правило роста»	$Tr_{NI} = 143,06\%$; $Tr_S = 116,67\%$; $Tr_A = 100,63\%$	$Tr_{NI} > Tr_S > Tr_A > 100\%$ Рост
Система индикаторов В.П. Карева	$(X_{t+1}) = 287\,301,49$ $X_t = 264\,183,82$ $X_{t+1} - X_t = 23\,117,67$	$X_{t+1} - X_t > 0$ Рост
Анализ денежных потоков за 2017 г., млн руб.	$OCF = 115\,448,66$ $CFI = -22\,379,00$ $CFF = 5480,00$	$OCF > 0$ $CFI < 0$ $CFF > 0$ Рост
Анализ финансовых показателей	см. табл. 4	Расцвет или Зрелость

Источник. Авторская разработка.

Выборочные финансовые показатели ПАО «Северсталь», 2015–2017 гг.

Показатель	2017	2016	2015
Темпы прироста объема производства – в том числе:			
чугун, %	-1,72	0,80	1,85
сталь, %	0,18	1,57	1,32
Темпы прироста объема продаж (железорудный концентрат), %	3,60	-0,95	-6,48
Темп прироста выручки (S), %	16,67	1,41	22,43
Темп прироста чистой прибыли (NI), %	43,1	196,3	-164,8
Финансовый рычаг (D/E)	1,12	1,13	1,59
Рентабельность собственного капитала (ROE), %	74,58	55,36	20,83
Сумма выплаченных дивидендов, млн руб.	89 343	58 643	43 106
Коэффициент дивидендных выплат (PR)	0,61	0,57	1,25

Источник. Авторская разработка по данным финансовой отчетности ПАО «Северсталь» по МСФО за 2015–2017 гг. URL: <https://www.severstal.com>

и НМА – на 484 млн руб., величина дивидендов, выплаченных акционерам, достигла наибольшего значения за рассматриваемый период, ROE в 2017 г. – своего максимума. По мнению экспертов, данная характеристика присуща «зрелым» компаниям. При этом, согласно Проекту стратегии развития металлургической промышленности России до 2030 г., ПАО «Северсталь» имеет нереализованные инвестиции, в числе которых «Реконструкция доменной печи № 5» в целях увеличения производства чугуна (2017–2021 гг.)¹⁵. Таким образом, мы считаем, что на 31.12.2017 г. ПАО «Северсталь» находится на стадии расцвета.

Далее приведем результаты расчетов данных показателей для компании ПАО «Мечел» (табл. 5 и 6).

Определение стадии ЖЦ ПАО «Мечел» представляет более сложный процесс, чем стадии ЖЦ других рассматриваемых компаний. С одной стороны, ЗПЭ показывает рост финансовых индикаторов в динамике, эффективность деятельности компании, с другой – анализ структуры капитала за 2015–2017 гг. и более ранний период свидетельствует о том, что на протяжении ряда лет ПАО «Мечел» терпит серьезные убытки, поэтому показатель ROE имеет отрицательное значение. Причиной такой ситуации выступила неблагоприятная конъюнктура рынков сбыта продукции компаний металлургической отрасли. Последнее подтверждают данные, представленные на рис. 3, и сведения о темпах производства и продаж основных видов продукции компании, которые имеют негативную динамику за 2015–2017 гг.

¹⁵ Там же.

Таблица 5

Согласование подходов к определению стадии жизненного цикла компании ПАО «Мечел»

Подход	Результат расчетов	Вывод
«Золотое правило роста»	$Tr_{NI} = 142,32\%$; $Tr_S = 108,37\%$ $Tr_A = 98,05\%$	$Tr_{NI} > Tr_S > Tr_A > 100\%$ Рост, промежуточная стадия
Система индикаторов В.П. Карева	Определить невозможно: отсутствуют данные о среднесписочной численности работников за 2017 г.	
Анализ денежных потоков за 2017 г., млн руб.	$OCF = 52\,370,83$ $CFI = 10\,035,00$ $CFF = 5716,00$	$OCF > 0$ $CFI >> 0$ $CFF > 0$ Рост или Зрелость
Анализ финансовых показателей	см. табл. 6	Рост, переходящий в стагнацию или кризис

Источник. Авторская разработка.

Выборочные финансовые показатели ПАО «Мечел», 2015–2017 гг.

Показатель	2017	2016	2015
Темпы прироста объема производства – в том числе:			
чугун, %	-0,59	0,00	2,71
сталь, %	0,52	0,00	-0,40
Темпы прироста объема продаж – в том числе:			
железорудный концентрат, %	-8,53	-2,21	-10,06
концентрат коксующего угля, %	-8,33	5,47	-18,98
Темп прироста выручки (<i>S</i>), %	8,37	9,03	3,75
Темп прироста чистой прибыли (<i>NI</i>), %	42,3	-107,7	-14,4
Финансовый рычаг (<i>D/E</i>)	-2,31	-2,29	-2,26
Рентабельность собственного капитала (<i>ROE</i>), %	-5,15	-3,50	-42,80
Сумма выплаченных дивидендов, млн руб.	978	7	5
Коэффициент дивидендных выплат (<i>PR</i>)	0,078	0,001	2,00004

Источник. Авторская разработка по данным финансовой отчетности ПАО «Мечел» по МСФО за 2015–2017 гг. URL: <http://www.mechel.ru>

По состоянию на 31.12.2017 г. чистая прибыль компании выросла на 42% к уровню предыдущего года, что можно оценить положительно, но финансовое положение ПАО «Мечел» все еще нестабильно. По мнению экспертов, уровень долга компании остается опасно высоким и любое изменение конъюнктуры может привести к проблемам с оплатой долговых обязательств¹⁶. По имеющимся данным, основными поставщиками заемного капитала ПАО «Мечел» выступают банки с государственным участием, чьи условия кредитования позволяют ей осуществлять операционную деятельность¹⁷. Скорее всего, именно по этой причине компания продолжает осуществлять выплаты дивидендов акционерам (в 2017 г. дивиденды были выплачены по привилегированным акциям). В то же время компания реализовала не все инвестиционные проекты: в период с 2022 по 2024 год руководством ПАО «Мечел» совместно с ПАО «ЧМК» планируется модернизация листопрокатного производства прокатного цеха № 4 в целях повышения качества продукции¹⁸. Полагаем, что по состоянию на 31.12.2017 г. ПАО «Мечел» в большей степени свойственна промежуточная стадия – рост (по модели «ЗПЭ» и оценке денежных потоков), переходящий в стагнацию.

¹⁶ Интернет-журнал банка «Открытие». URL: <https://journal.open-broker.ru/visit-card/mechel/>

¹⁷ URL: <http://pravdaurfo.ru/articles/pravitelstvo-rf-utopit-mechel-v-kreditnyh-obyazatelstvah>

¹⁸ Проект стратегии развития металлургической отрасли России до 2030 г. С. 83.

Как показывают результаты расчетов, определенный дисбаланс имеется и у другой компании металлургической отрасли – ПАО «ТМК» (табл. 7 и 8).

По данным табл. 7 и 8, показатели изменения *NI* и *ROE* ПАО «ТМК» имеют неустойчивую динамику, а развитие компании является несбалансированным. Структура финансирования деятельности ПАО «ТМК» говорит о том, что компания находится на этапе роста: заемный капитал более чем в 4 раза превышает собственный. В то же время имеются положительные денежные потоки от операционной и инвестиционной деятельности (ввиду сокращения внеоборотных активов); долгосрочный заемный капитал компании снизился в 2017 г. по сравнению с 2016 г., что стало одной из причин оттока денежных средств по финансовой деятельности.

Обратим внимание, что в 2015 и 2017 гг. руководство ПАО «ТМК» при распределении чистой прибыли ставило в приоритет выплату дивидендов, а не развитие бизнеса за счет собственных средств. Однако данная компания уже реализовала приоритетный инвестиционный проект «Комплексная программа развития трубопрокатного производства» в 2012–2017 гг.¹⁹ Скорее всего, по этой причине руководство компании считает уместным больше прибыли направлять на выплаты собственникам и применяет агрессивный тип финансовой политики. Таким обра-

¹⁹ Проект стратегии развития металлургической отрасли России до 2030 г. С. 84.

Согласование подходов к определению стадии жизненного цикла компании ПАО «ТМК»*

Подход	Результат расчетов	Вывод
«Золотое правило роста»	$Tr_{NI} = 13,56\%$; $Tr_S = 115,03\%$; $Tr_A = 111,02\%$	$Tr_{NI} < Tr_S > Tr_A > 100\%$ Рост; промежуточная стадия
Система индикаторов В.П. Карева	Определить невозможно: отсутствуют данные о среднесписочной численности работников за 2015–2017 гг.	
Анализ денежных потоков за 2017 г., млн руб.	$OCF = 13\,095,17$ $CFI = 5225,00$ $CFF = -4020,00$	$OCF > 0$ $CFI > 0$ $CFF < 0$ Рост, переходящий к Зрелости
Анализ финансовых показателей	см. табл. 8	Рост

* URL: <https://www.tmk-group.ru>

Источник. Авторская разработка.

Выборочные финансовые показатели ПАО «ТМК», 2015–2017 гг.

Показатель	2017	2016	2015
Темпы прироста объема продаж (трубы), %	10,64	-11,18	-11,51
Темп прироста выручки (S), %	15,03	-10,86	8,38
Темп прироста чистой прибыли (NI), %	-86,4	-137,8	129,8
Финансовый рычаг (D/E)	4,93	4,27	5,17
Рентабельность собственного капитала (ROE), %	2,71	19,69	-54,58
Сумма выплаченных дивидендов, млн руб.	2025	2004	2631
Коэффициент дивидендных выплат (PR)	1,39	0,19	1,91

Источник. Авторская разработка по данным финансовой отчетности ПАО «ТМК» по МСФО за 2015–2017 гг. URL: <https://www.tmk-group.ru>

зом, на 31.12.2017 г. ПАО «ТМК» находится на стадии роста, переходящего на стадию зрелости. Определим стадию ЖЦ еще одной компании – ПАО «НЛМК». Данные для анализа представлены в табл. 9 и 10.

Сопоставление темпов роста чистой прибыли, выручки и активов ПАО «НЛМК» свидетельствует о том, что деятельность обще-

ства является эффективной, а его экономический потенциал расширяется. Следует отметить, что деятельность ПАО «НЛМК» финансируется преимущественно за счет собственного капитала; показатель ROE, а также коэффициент дивидендных выплат на 31.12.2017 г. имеют наибольшее значение за весь рассматриваемый период. Денежный

Согласование подходов к определению стадии жизненного цикла компании ПАО «НЛМК»

Подход	Результат расчетов	Вывод
«Золотое правило роста»	$Tr_{NI} = 138,35\%$; $Tr_S = 113,77\%$; $Tr_A = 101,98\%$	$Tr_{NI} > Tr_S > Tr_A > 100\%$ Рост
Система индикаторов В.П. Карева	Определить невозможно: отсутствуют данные о среднесписочной численности работников за 2016–2017 гг.	
Анализ денежных потоков за 2017 г., млн руб.	$OCF = 114\,977,18$ $CFI = 25\,150,00$ $CFF = 25\,150,00$	$OCF > 0$ $CFI > 0$ $CFF > 0$ Зрелость
Анализ финансовых показателей	см. табл. 10	Зрелость

Источник. Авторская разработка.

Выборочные финансовые показатели ПАО «НЛМК», 2015–2017 гг.

Показатель	2017	2016	2015
Темпы прироста объема производства, %	2,61	3,62	н. д.
Темпы прироста объема продаж металлопродукции, %	2,85	-2,59	н. д.
Темп прироста выручки (<i>S</i>), %	13,77	4,69	22,58
Темп прироста чистой прибыли (<i>NI</i>), %	38,4	4,5	147,2
Финансовый рычаг (<i>D/E</i>)	0,65	0,62	0,74
Рентабельность собственного капитала (<i>ROE</i>), %	22,15	16,01	15,67
Сумма выплаченных дивидендов, млн руб.	75 373	39 593	24 726,9
Коэффициент дивидендных выплат (<i>PR</i>)	0,89	0,65	0,42

Источник. Авторская разработка по данным финансовой отчетности ПАО «НЛМК» по МСФО за 2015–2017 гг. URL: <https://www.nlmk.com/ru/>

поток от инвестиционной деятельности больше нуля, компания сократила внеоборотные активы в 2017 г. по сравнению с 2016 г. на 21 150 млн руб. Однако стоит отметить, что в 2017–2019 гг. у компании имеются инвестиционные проекты, и один из них – реконструкция технологического оборудования аглопроизводства²⁰. Большинство показателей свидетельствует об устойчивом положении компании, следовательно ПАО «НЛМК» *находится на этапе зрелости*.

Перейдем к завершающей части исследования. Мы подтвердили, что оценку стадии ЖЦ компаний необходимо проводить, комбинируя несколько подходов, поскольку отдельно взятый каждый из них зачастую не позволяет получить точные результаты. Определив стадии ЖЦ для пяти компаний металлургической отрасли по состоянию на 31.12.2017 г., сопоставим их с коэффициентом дивидендных выплат (табл. 11).

²⁰ Проект стратегии развития металлургической отрасли России до 2030 г. С. 80–81.

Полученные результаты позволяют заключить, что наиболее рациональной является дивидендная политика ПАО «НЛМК», так как, на наш взгляд, в большей степени соответствует стадии развития компании. Руководство ПАО «Мечел», несмотря на имеющиеся трудности с источниками финансирования, стремится все же учитывать и интересы акционеров, осуществляя выплаты дивидендов (отметим, что с ростом чистой прибыли в 2017 г. их величина выросла с 7 до 978 млн руб.). Несмотря на это мы считаем, что такая политика неуместна в ситуации, когда у компании отсутствует накопленный капитал, а ее деятельность финансируется за счет заемных средств.

Важно отметить, что среди всех пяти компаний только у ПАО «Мечел» и ПАО «ТМК» доля выплаты дивидендов установлена в зависимости от чистой прибыли по МСФО (не менее 20% и 25% соответственно); остальные компании рассматриваемой выборки устанавливают ограничения, не

Оценка соответствия дивидендной политики компаний стадии жизненного цикла (по состоянию на 31.12.2017 г.)

Компания	ПАО «ММК»	ПАО «Мечел»	ПАО «Северсталь»	ПАО «ТМК»	ПАО «НЛМК»
Стадия ЖЦ	Рост	Стагнация	Расцвет	Зрелость	Зрелость
<i>PR</i>	0,34	0,078	0,61	1,39	0,89
Показатели, регулирующие величину дивидендных выплат	Чистый долг/ЕБИТДА, FCFE	Не менее 20% чистой прибыли по МСФО	Чистый долг/ЕБИТДА, FCFE	Не менее 25% чистой прибыли по МСФО	Чистый долг/ЕБИТДА, FCFE
Вывод	Да	Нет	Да	Да	Да

Источник. Авторская разработка на основе данных финансовой отчетности компаний по МСФО за 2017 г.

позволяющие значительно повышать дивиденды при высоком уровне долговой нагрузки. Так как структура капитала ярко характеризует потребности компаний на каждой стадии ЖЦ, величина заемных средств как ковенанта, ограничивающая выплата акционерам, позволяет обеспечить соответствие дивидендной политики стадиям развития компаний. Это было показано на примере ПАО «ММК», ПАО «НЛМК» и ПАО «Северсталь». Таким образом, цель исследования достигнута, а его результаты могут быть полезны при разработке рациональной дивидендной политики компаний.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ (REFERENCES)

- Адизес И.К.** 2015. *Управление жизненным циклом корпорации*. Москва: Манн, Иванов и Фербер. 520 с. [Adizes I.K. 2015. *Corporate life cycle management*. Moscow: Mann, Ivanov i Ferber. 520 p. (In Russ.)]
- Айрапетян Д.Д.** 2017. Особенности оценки деловой активности в организациях пищевой промышленности. *Науковедение*. Т. 9. № 3. С. 1–14. [Airapetian D.D. 2017. Features of business activity assessment in industrial organizations. *Naukovedenie*. Vol. 9. No 3. PP. 1–14 (In Russ.)]
- Гребенникова В.А., Хаблиева Т.В.** 2017. Жизненный цикл компании и его влияние на дивидендную политику. *Международный журнал гуманитарных и естественных наук*. № 12. С. 229–232. [Grebennikova V.A., Khablieva T.V. 2017. The company's life cycle and its impact on dividend policy. *Mezhdunarodnyy zhurnal gumanitarnykh i estestvennykh nauk*. No 12. PP. 229–232. (In Russ.)]
- Задорожная А.Н.** 2015. *Теоретические и практические аспекты формирования оптимальной структуры капитала компании*. Омск: Типография ООО «ЮНЗ». 175 с. [Zadorozhnaya A.N. 2015. *Theoretical and practical aspects of the formation of the optimal capital structure of the company*. Omsk: Tipografiya OOO «YuNZ». 175 p. (In Russ.)]
- Карев В.П., Карев Д.В.** 2005. Оценка бизнеса доходным подходом – констатация факта или прогнозное планирование? *Вопросы оценки*. № 1. С. 15–26. [Karev V.P., Karev D.V. 2005. Evaluation of business income approach – a statement of fact or predictive planning? *Voprosy otsenki*. No 1. PP. 15–26. (In Russ.)]
- Николашина Н.Н.** 2014. Влияние жизненного цикла компании на дивидендную политику. *Корпоративные финансы*. № 3. С. 105–111. [Nikolashina N.N. 2014. Impact of the company's life cycle on dividend policy. *Korporativnyye finansy*. No 3. PP. 105–111. (In Russ.)]
- Плескова О.В.** 2016. Финансовая стратегия компании в концепции жизненного цикла. *Известия Уральского государственного экономического университета*. № 3. С. 75–82. [Pleskova O.V. 2016. Company Financial Strategy in the Context of the Life Cycle Concept. *Izvestiya Ural'skogo gosudarstvennogo ekonomicheskogo universiteta*. No 3. PP. 75–82. (In Russ.)]
- Плескова О.В.** 2017. Оценка сбалансированности роста при формировании финансовой стратегии. *Российский экономический интернет-журнал*. № 2. С. 1–11. [Pleskova O.V. 2017. Assessment of growth balance in financial strategy formation. *Rossiyskiy ekonomicheskij internet-zhurnal*. No 2. PP. 1–11. (In Russ.)]
- Розанова Н.М., Катайкова А.А.** 2012. Использование концепции жизненного цикла в экономическом анализе фирмы. *Terra Economicus*. Т. 10. № 3. С. 8–21. [Rozanova N.M., Kataykova A.A. 2012. Using the life cycle concept in the economic analysis of the company. *Terra Economicus*. Vol. 10. No 3. PP. 8–21. (In Russ.)]
- Федорова Е.А., Завозина Д.В.** 2014. Анализ факторов, влияющих на дивидендную политику в Российской Федерации. *Экономический анализ: теория и практика*. № 44. С. 26–36. [Fedorova E.A., Zavozina D.V. 2014. Analysis of factors affecting dividend policy in the Russian Federation. *Ekonomicheskij analiz: teoriya i praktika*. No 44. PP. 26–36. (In Russ.)]
- Хотинская Г.И.** 2015. Корпоративный рост: теория, финансовые индикаторы, эмпирические закономерности. *Управленец*. № 4. С. 12–17. [Khotinskaya G.I. 2015. Corporate Growth: Theory, Financial Indicators, Empirical Regularities. *Upravlenets*. No 4. PP. 12–17. (In Russ.)]
- Черненко А.Ф.** 2015. Критическая оценка «Золотого правила экономики». *Экономика: вчера, сегодня, завтра*. 2015. № 8-9. С. 53–62. [Chernenko A.F. 2015. Critical assessment of the «Golden rule of Economics». *Ekonomika: vchera, segodnya, zavtra*. No 8-9. PP. 53–62. (In Russ.)]
- 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*. Vol. 15. Iss. 2-3. PP. 203–227.

CORRELATION ASSESSMENT OF COMPANY'S DIVIDEND POLICY TO ITS PHASE OF LIFE STYLE BASED ON RUSSIA'S METALLURGICAL INDUSTRY

Andrey Brodunov, Elena Polovinkina¹

Authors affiliation: ¹ Moscow Witte University (Moscow, Russia).

Corresponding author: Andrey Brodunov (abrodunov@muiv.ru).

ABSTRACT. The paper considers methodological and practical aspects of identifying phases of economic entities' life cycle phases, as well as issues of the latter's impact on the management's making decisions on paying dividends to shareholders. Systematized are most widely known fundamental and current approaches to assessing a company's life cycle phases based on financial and non-financial indicators of activity. There have been pointed both advantages and disadvantages of each of them. Computations were made on determining a life cycle phase of five companies representing metallurgy industry. Assessed was the correlation of dividend payments to each company's phase of development.

KEYWORDS: company's life cycle, dividend policy, capital structure, cash flows, metallurgy industry.

JEL-code: G30, G32.

Received 19.02.2019

