

САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ

На правах рукописи

Чупанова Хадижат Алибековна

**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МЕТОДИЧЕСКОГО ИНСТРУМЕНТАРИЯ
ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИХ
ПРЕДПРИЯТИЙ**

Научная специальность

5.2.4. Финансы

ДИССЕРТАЦИЯ

на соискание ученой степени

кандидата экономических наук

Научный руководитель:

д.э.н., доцент Калайда Светлана Александровна

Санкт-Петербург – 2024

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	3
ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ РАЗВИТИЯ ЦЕННОСТНО-ОРИЕНТИРОВАННОГО МЕНЕДЖМЕНТА	12
1.1 Понятие «стоимость компании»: содержание и виды в контексте эволюции финансовой науки 12	
1.2 Ключевые элементы финансового управления стоимостью компании	26
1.3 Подходы к оценке стоимости в рамках VBM: преимущества модели остаточной чистой прибыли.....	34
Выводы по главе 1.....	39
ГЛАВА 2. ФИНАНСОВОЕ УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ НА ОСНОВЕ ОЦЕНКИ ВЛИЯНИЯ ДЕТЕРМИНАНТ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ.....	40
2.1 Металлургическая отрасль: текущее состояние и направления развития.....	40
2.2 Развитие методики оценки фундаментальной стоимости компании на основе модели остаточной чистой прибыли	52
2.3 Методика оценки рыночной стоимости компании: драйверы создания рыночной ценности.....	70
Выводы по главе 2.....	89
ГЛАВА 3. ПРАКТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ РЕАЛИЗАЦИИ МОДЕЛИ ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ ПРЕДПРИЯТИЯ.....	90
3.1 Оценка финансовой эффективности стоимостного управления на основе модели остаточной чистой прибыли	90
3.2 Применение разработанной эконометрической модели управления рыночной стоимостью компании.....	108
3.3 Обобщение методического инструментария финансового управления стоимостью.....	114
Выводы по главе 3.....	125
Заключение	126
Список использованных источников	129
Приложения	142
Приложение 1. Выгрузки данных для исследования: ЕВРАЗ	142
Приложение 2. Выгрузки данных для исследования: Северсталь	148
Приложение 3. Выгрузки данных для исследования: НЛМК.....	154
Приложение 4. Выгрузки данных для исследования: ММК.....	159
Приложение 5. Выгрузки данных для исследования: Мечел	165
Приложение 6. Выгрузки данных для исследования: нефинансовые показатели.....	169

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. Возрастающие условия экономической турбулентности сегодня требуют доработки механизма стратегического управления предприятиями на основе эффективных инструментов финансового менеджмента. И в этом смысле стратегические планы предприятия как важнейшей структурной единицы любой отрасли отражают возможность его динамичного развития с учетом различных факторов финансового и нефинансового характера. В современных условиях хозяйствования экономических субъектов, характеризующихся систематическими и несистематическими рисками ведения деятельности, актуальным становится вопрос органического развития промышленных предприятий, учитывающего стратегические и тактические цели фирмы. Такое управление достижимо при наличии эффективной системы финансового менеджмента, основанного на стоимости компании и оценке факторов, формирующих ее.

В условиях меняющегося ландшафта рыночного хозяйствования предприятия стремятся использовать инновационные и более современные методы повышения своей конкурентоспособности. Проблематика управления стоимостью компании актуальна для предприятий, реализующих принципы долгосрочного стратегического развития.

Деятельность предприятий в условиях рыночных отношений предполагает сдвиг парадигмы в отношении управленческих целей предприятий. И в этом контексте стоит выделить специфику отечественной экономики, основанной на деятельности обрабатывающих производств, которые, по оценке Росстата, вносят существенный вклад в развитие экономики, обеспечивая около 14,0% ВДС страны. С другой стороны, ключевой особенностью промышленного сектора российской экономики выступает недостаточное развитие корпоративного управления, что препятствует привлечению инвестиций и развитию рынка капитала. Металлургическая отрасль относится к числу базовых отраслей экономики, обеспечивающих сырьем и материалами ряд других секторов экономики. Ключевым драйвером развития металлургических предприятий в перспективе станет способность выстраивания эффективных управленческих решений, учитывающих современные тенденции развития корпоративного сектора.

Стоимостное управление представляет собой систему управления стоимостью компании на основе ключевых драйверов создания ценности с учетом сочетания ожиданий заинтересованных сторон (акционеров, инвесторов, поставщиков и покупателей, персонала, государственных органов и пр.). Успешность реализации такой концепции на развитых рынках служит примером широкого практического применения с конкретными количественными

эффектами для экономики. Стоит отметить, что его применение на развивающихся рынках не характеризуется высокой активностью, хотя отдельные показатели стоимости фрагментарно используются в финансовом менеджменте.

Для отечественных промышленных предприятий данная философия управления компанией весьма актуальна в контексте возрастающих рисков неопределенности внешней и внутренней среды, с учетом ограничений деловой активности на международной арене, а также в условиях поиска новых региональных центров роста и построения новой системы мирохозяйственных связей.

Данная проблематика особенно важна для металлургических предприятий, поскольку отрасль вносит весомый вклад в создание добавленной стоимости обрабатывающих производств, создает сырьевую базу для создания продуктов в других отраслях промышленности, а также выполняет социально-значимую роль для ряда городов ввиду того, что предприятия отрасли в основном являются градообразующими. Разработка моделей стратегического роста стоимости металлургических предприятий является одной из первостепенных задач финансового менеджмента, поскольку экономическая среда функционирования отечественных предприятий весьма уязвима и подвержена глобальным рискам неопределенности и геополитическим вызовам.

При этом изучение отдельных особенностей управления на отраслевом уровне требует необходимости выработки эффективной модели финансового управления, которая может рассматриваться в качестве инструмента повышения стоимости компании. Для предприятий металлургического сектора российской экономики дополнительную значимость его применения придает необходимость достижения технологического суверенитета и дальнейшего развития международного сотрудничества, в том числе в рамках кооперации стран БРИКС, где металлургическая отрасль является одним из приоритетных направлений.

Степень научной разработанности темы диссертационного исследования. Теоретические аспекты стоимостного управления отражены в работах отечественных и зарубежных ученых. В научной литературе достаточно подробно и основательно проработаны вопросы, касающиеся проблематики развития теорий стоимости, например, в работах зарубежных ученых: А. Смита¹, Д. Рикардо², К. Маркса³, У. Джевонса⁴, Л. Вальраса⁵, К.

¹ Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов» [Электронный ресурс].-Режим доступа: URL: https://viewer.rusneb.ru/ru/000199_000009_005145794?page=22&rotate=0&theme=black.

² Рикардо Д. Сочинения [Электронный ресурс] / Д. Рикардо // Перевод под редакцией члена корреспондента Академии Наук СССР. Москва. - 1955 г. - Т.1. - С. 43. - Режим доступа: URL: <https://djvu.online/file/8YSa2jKYFTEb9>.

³ Маркс К. Сочинения. Т. 26. / К. Маркс, Ф. Энгельс [Электронный ресурс] // Государственное издательство политической литературы. Москва, 1962 г. – 476 с. - Режим доступа: URL: <https://www.marxists.org/russkij/marx/cw/t26-1.pdf>.

⁴ Джевонс В. Политическая экономия / В. Джевонс // Перевод под редакцией и с предисловием Р. Маркович. Типография «Народная польза», 1905. – 120 с.

⁵ Вальрас Л. Элементы чистой политической экономии или Теория Общественного богатства [Электронный ресурс] / Л.Вальрас // Перевод на русский язык – И. Егоров, А. Белянин, 2000. - С. 35. Режим доступа: URL:

Менгера⁶, А. Маршалла⁷, Г. Марковица⁸ и др. Проблематика ценностно-ориентированного управления раскрывается в работах А. Раппопорта⁹, Т. Коупленда¹⁰, Т. Коллера¹¹, Дж. Муррина¹², Г. Арнольда¹³, А. Дамодарана¹⁴, Р. Брейли¹⁵, С. Майерса¹⁶, Б. Грэма¹⁷ и др. Среди российских исследователей значительный вклад в развитие теории корпоративных финансов и оценки стоимости предприятия внесли: Д. Л. Волков¹⁸, С. В. Валдайцев¹⁹, В. В. Ковалев^{20 21}, И.Я. Лукасевич²², Т.В. Теплова²³, И.В. Березинец²⁴, И. В. Косорукова²⁵, А.Г. Грязнова²⁶, И.В.

https://www.biznesbooks.com/components/com_jshopping/files/demo_products/valras-l-elementy-chistoj-politicheskoy-ekonomii.pdf.

⁶ Менгер К. Основания политической экономии. Исследования о методах социальных наук и политической экономии в особенности // К. Менгер // Издательский дом «Территория будущего», 2005 г. – 494 с.

⁷ Маршалл А. Принципы экономической науки // А. Маршалл, 1993. 309 с. [Электронный ресурс].- Режим доступа:URL: <https://kniga-online.com/books/knigi-o-biznese/jekonomika/page-5-4657-alfred-marshall-principyu-ekonomicheskoi-nauki.html>.

⁸ Markowitz H. Portfolio Selection / H. Markowitz // The Journal of Financ. - 1952. - Vol. 7. - Issue 1. – pp. 77-91.

⁹ Rappaport A. Creating shareholder value: The new standard for business performance / A. Rappaport // New York, Free Press, 1986. - 270 p.

¹⁰ Copeland T. Valuation: measuring and managing the value of companies / T. Copeland, T. Koller, J. Murrin // New York, John Wiley & Sons, 1995. - 576 p.

¹¹ Там же.

¹² Там же.

¹³ Arnold G. Value-Based Management: Context and Application/ G. Arnold, M. Davies//John Wiley & Sons.: Chichester. UK, 2000. – 384 p.

¹⁴ Дамодаран А. Инвестиционная оценка / А. Дамодаран // Альпина Бизнес Букс, 2008. – 1323 с.

¹⁵ Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс // пер. с англ. Н. Барышниковой. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. - 1008 с.

¹⁶ Там же.

¹⁷ Грэм Б. Разумный инвестор: Полное руководство по стоимостному инвестированию / Б. Грэм // Дополнения и комментарии Джейсона Цвейга. М.: Альпина Паблишер, 2020. – 568 с.

¹⁸ Волков Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты / Д. Л. Волоков // Высшая школа менеджмента СПбГУ. — СПб. Изд-во «Высшая школа менеджмента»; Издат. дом С.-Петербур. гос. ун-та., 2008. — С.27-36.

¹⁹ Валдайцев С.В. Оценка бизнеса: учебник–3-е изд., перераб. и доп./ С.В. Валдайцев // М.: ТК Велби, Издательство Проспект, 2008. – 576 с.

²⁰ Ковалев В. В. Финансовая наука в России (XVIII-XIX вв.). История финансов и учета. [Электронный ресурс].- Режим доступа: URL: <https://finbiz.spb.ru/wp-content/uploads/2011/04/kovalev.pdf>

²¹ Ковалев В. В. Финансовый менеджмент: теория и практика / В. В. Ковалев // М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2007. – 1024 с.

²² Лукасевич И. Я. Финансовый менеджмент: учебник и практикум для вузов // И.Я. Лукасевич // Юрайт. Москва, 2024 г. – 680 с.

²³ Теплова Т. В. Эффективный финансовый директор/ Т. В. Теплова // Эффективный финансовый директор: учебное пособие для бакалавриата и магистратуры, 2018. — 507 с.

²⁴ Волков Д. Л. Управление ценностью: анализ основанных на бухгалтерских показателях моделей оценки собственного капитала/ Д. Л. Волков, И.В. Березинец // Научные доклады. СПб.: НИИ менеджмента СПбГУ. - 2006. - С. 14.

²⁵ Косорукова И. В. / Методологические проблемы оценки стоимости бизнеса: теория и практика. Монография / И. В. Косорукова // М.ООО «СинергияПРЕСС», 2012. - С. 40.

²⁶ Грязнова А. Г. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / А. Г. Грязнова, М. А. Федотова, М.А. Эскиндаров, Т.В. Тазихина, Е. Н. Иванова, О. Н. Щербакова. — М.: ИНТЕРПРЕКЛАМА, 2003. — 544 с.

Ивашковская²⁷, М. А. Федотова²⁸, М. А. Эскиндаров²⁹ и другие. Однако отсутствуют работы, совмещающие в себе комплексный анализ стоимостного управления с точки зрения финансовых и нефинансовых факторов влияния на стоимость компании.

Так, несмотря на существующие теоретические и практические разработки в данной области знаний, остаются открытыми вопросы практической комплексной реализации стоимостного управления с учетом специфики отечественной экономики, которую принято относить на сегодняшний день к развивающейся. В ценностно-ориентированном менеджменте, как отдельном научном направлении, остается неизученным ряд теоретических и методологических вопросов развития и реализации стоимостного управления на предприятиях.

Цель диссертационного исследования состоит в совершенствовании методического инструментария управления стоимостью бизнеса на основе разработки и обоснования концептуального подхода к его оценке для металлургических предприятий с учетом фундаментальных и рыночных факторов влияния на стоимость.

В ходе работы над диссертационным исследованием были поставлены следующие задачи:

1. Представить периодизацию эволюции понятия «стоимость компании» через раскрытие основных этапов становления школ экономической мысли в зависимости от вида стоимости.
2. Определить критерии перехода от традиционной модели управления к ценностно-ориентированной.
3. Сформулировать поэтапную методику оценки стоимости компании на основе методического развития модели остаточной чистой прибыли и обосновать ее применение, а также установить критерии эффективности стоимостного управления для предприятий металлургической отрасли.
4. Разработать и апробировать эконометрическую модель учета укрупненных факторов изменения совокупной рыночной капитализации публичных металлургических предприятий.
5. Предложить модель ценностно-ориентированного управления для металлургических предприятий с учетом исследования факторов изменения фундаментальной и рыночной ценности.

²⁷ Ивашковская И. В. Управление стоимостью компании как инновация/ Корпоративные финансы: перспективы и реальность / И. В. Ивашковская // Управление стоимостью компании: сб. ст. участников Третьей междунар. конф. молодых ученых / под науч. ред. Т. В. Тепловой; Гос. ун-т — Высшая школа экономики. — М.: Изд. дом ГУ ВШЭ. — 2006. — 256 с.

²⁸ Грязнова А. Г. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / А. Г. Грязнова, М. А. Федотова, М. А. Эскиндаров, Т. В. Тазикина, Е. Н. Иванова, О. Н. Щербакова. — М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003. — 544 с.

²⁹ Эскиндаров М. А. Оценка стоимости бизнеса: учебник / М. А. Эскиндаров, М. А. Федотова // под ред. М. А. Эскиндарова, М. А. Федотовой // М.: КНОРУС, 2016. — 320 с.

Область исследования. Диссертационное исследование выполнено по специальности 5.2.4 – Финансы (экономические науки) и соответствует следующим направлениям: 15. Корпоративные финансы. Финансовая стратегия корпораций. Финансовый менеджмент. 16. Оценочная деятельность. Оценка стоимости предприятия (бизнеса), активов и прав.

Объектом диссертационного исследования выступают отечественные предприятия металлургической отрасли, акции которых представлены на публичном рынке капитала.

Предметом диссертационного исследования является процесс финансового управления на предприятии посредством применения ценностно-ориентированного менеджмента.

Теоретическая и методологическая база основаны на трудах отечественных и зарубежных ученых в области финансов предприятий, финансового менеджмента и оценки бизнеса в части ценностно-ориентированного управления и теории развития школ экономической мысли. Методологическую базу составляют общепризнанные научные методы и приемы: системного подхода к объекту и предмету исследования, моделирования, эконометрического анализа, исторического и логического анализа теоретического и практического материала, что обеспечивает целостность, всесторонность и достоверность результатов диссертационной работы. Эконометрическое моделирование было осуществлено на основе анализа панельных данных в прикладном статистическом пакете GRETЛ с помощью метода наименьших квадратов на примере крупнейших металлургических предприятий Российской Федерации, имеющих исторические данные за 10 лет (2011–2020 гг.).

Информационную базу исследования составляют: данные информационно-аналитической базы Statista, официальные сайты компаний, сайт Асвата Дамодарана, официальные данные Центрального Банка Российской Федерации, официальные данные Росстата, данные информационно-аналитической базы Refinitiv Eikon.

Научная новизна диссертационного исследования состоит в обосновании и разработке теоретических и практических положений, формирующих концептуальные основы управления стоимостью бизнеса и учитывающих как фундаментальные, так и рыночные факторы функционирования металлургических предприятий.

Практическая значимость диссертационного исследования объясняется в возможности перевода научных результатов на практическую плоскость как на государственном уровне – при выработке Правительством Российской Федерации практических рекомендаций развития металлургической отрасли в контексте общемировых трендов для решения задачи стратегического развития корпоративного сектора, так и на уровне долгосрочного развития предприятия – при решении вопросов использования комплексного инструментария оценки стоимости компании.

Теоретическая значимость данного исследования заключается в дополнении существующих научных разработок в области ценностно-ориентированного управления, совершенствовании методического инструментария финансового управления стоимостью предприятия, систематизации научных понятий с точки зрения современных общеотраслевых тенденций развития, способствующих эффективному использованию концепции на отечественных металлургических предприятиях.

Апробация результатов исследования. Результаты диссертационного исследования изложены на различных научных площадках всероссийского и международного масштаба, в том числе: Международной научно-практической конференции молодых ученых «Развитие современной экономики» от 27 июня 2020 г.³⁰, проведенной в рамках Международного экономического симпозиума – 2020, Международной ежегодной научной конференции Ломоносовские чтения – 2021 «Поколения экономических идей»³¹, Международной научно-практической конференции молодых ученых «Развитие современной экономики» от 20-22 апреля 2023 г., проведенной в рамках VII Международного экономического симпозиума – 2023³². По теме диссертационного исследования опубликованы статьи в российских и международных журналах. Основные положения и результаты исследования отражены в 8 публикациях, включая статьи в изданиях, входящих в Перечень ведущих рецензируемых научных изданий ВАК РФ для опубликования результатов диссертационных исследований и зарубежном издании (WoS).

Объем и структура диссертационного исследования. Логика и структура работы выстроены в соответствии с поставленной целью и сформулированными задачами. Диссертация состоит из введения, трех глав, выводов по соответствующим главам данного исследования, заключения, списка использованной литературы на русском и английском языках, а также вспомогательных материалов, изложенных в приложениях.

Во введении раскрыта актуальность диссертационного исследования, сформулированы объект и предмет исследования, цель и задачи, показана научная новизна, практическая и теоретическая значимость, выделены основные научные результаты, выносимые на защиту.

³⁰ Чупанова Х. А. Взаимосвязь рыночной стоимости российской страховой компании с показателями бухгалтерского учета. / Х. А. Чупанова // Развитие современной экономики: сборник материалов Международной конференции молодых ученых-экономистов. Санкт-Петербург, 27 июня 2020 года. – С. 217–225.

³¹ Чупанова Х. А. Пути повышения конкурентоспособности страховой компании в контексте управления ее стоимостью. Международная ежегодная научная конференция Ломоносовские чтения-2021. Секция экономических наук. «Поколения экономических идей»: сборник лучших докладов. — М.: Экономический факультет МГУ имени М. В. Ломоносова. - 2021. - С. 300.

³² Чупанова Х. А. Основные этапы развития концепции устойчивого развития / Х. А. Чупанова // Материалы международных научных конференций: X Международной научно-практической конференции, XX Международной конференции, XXIX Международной научно-практической конференции, VIII Международной научной конференции, Международной конференции молодых ученых-экономистов. Санкт-Петербург, 20-22 апреля 2023 года. – С. 1698–1702.

В первой главе раскрыты теоретические аспекты стоимостного управления на предприятии, раскрыто содержание понятия «стоимость» через соответствующие этапы становления школ экономической мысли, представлен развернутый анализ теории стоимости в исторических промежутках, раскрыта сущность теории стоимости в историческом аспекте, изложены концептуальные основы применения моделей стоимостной системы управления на современном этапе.

Во второй главе предложена методика оценки стоимости компании с двух позиций: фундаментальной и рыночной. Обосновано применение модели остаточной чистой прибыли в качестве модели оценки фундаментальной стоимости предприятий металлургической отрасли. Вместе с тем для оценки и прогнозирования рыночной стоимости предложена эконометрическая модель взаимосвязи рыночной стоимости с показателями корпоративной финансовой политики, дивидендной политики, факторов устойчивого развития и отраслевой специфики.

В третьей главе проведена апробация разработанных методик на примере крупнейших российских металлургических предприятий. Предлагается использование практически-ориентированной модели финансового управления стоимостью металлургического предприятия с охватом динамики рыночных и фундаментальных факторов создания ценности. Такая модель предназначена для наращивания стоимости компании при помощи влияния на стоимость компании укрупненных группировок всевозможных факторов.

В заключении проводится обобщение полученных научных результатов, их значимости для развития научного направления, сделаны обобщенные итоговые выводы по теме диссертационного исследования.

В приложениях содержатся ключевые выгрузки данных для диссертационного исследования из информационно-аналитической базы, справочные материалы.

Основные научные результаты:

1. Разработан алгоритм оценки финансовой эффективности для предприятий металлургической отрасли на основе исследования взаимосвязи рыночной и фундаментальной стоимости металлургических предприятий через сопоставление фактических и расчетных параметров капитализации^{33,34,35,36}.

³³ Чупанова Х. А. Взаимосвязь рыночной капитализации с показателями стоимости высокотехнологичных компаний / Х. А. Чупанова // Экономика, предпринимательство и право. – 2019. – Том 9. – № 3. – С. 191–206.

³⁴ Чупанова Х. А. Управление стоимостью страховой компании в условиях инновационного развития / Х. А. Чупанова // Вопросы инновационной экономики. – 2022. – Том 12. – № 1. – С. 391–410.

³⁵ Чупанова Х. А. IPO как источник финансирования деятельности компании: на примере Казахстана / Х. А. Чупанова, У. А. Муртазаева // Экономика Центральной Азии. — 2020. — Том 4. — №3. — С. 233–242.

³⁶ Калайда С.А. Теоретические основы формирования категории «стоимость компании» и современные практические аспекты ценностно-ориентированного управления / Калайда С.А., Чупанова Х. А. // Экономика, предпринимательство и право. – 2024. – Том 14. – № 6. – С. 3243-3262.

2. Предложен финансовый результирующий показатель эффективности деятельности предприятия «добавленная норма остаточной чистой прибыли» (RORI) в рамках ценностно-ориентированного менеджмента, апеллирующий к модели остаточной чистой прибыли и характеризующий добавленную стоимость предприятия, приходящуюся на 1 рубль реализованной продукции^{37,38}.

3. Предложен агрегированный показатель динамичности стратегического роста предприятия (SGRI), выражающий степень реакции рыночной стоимости к изменению фундаментальной стоимости активов^{39,40}.

4. Разработана и апробирована эконометрическая модель прогнозирования рыночной стоимости металлургического предприятия с учетом укрупненных группировок факторов влияния, которые формируются при определении дивидендной и финансовой политик, управления интеллектуальным капиталом, а также в контексте следования принципам устойчивого развития и учете отраслевой специфики^{41,42}.

5. Предложена модель⁴³ финансового управления стоимостью металлургического предприятия, основанная на учете фундаментальных и рыночных факторов влияния⁴⁴, позволяющая выявить драйверы динамики рыночной капитализации^{45,46}.

Положения, выносимые на защиту:

1. Инструментарий ценностно-ориентированного менеджмента должен применяться в практике металлургических предприятий в качестве дополнительного фактора повышения эффективности деятельности, логика исчисления которого состоит в соотношении фундаментальных и рыночных оценок стоимости с учетом стратегических планов по долгосрочному развитию, охватывающих, в том числе интересы акционеров и стейкхолдеров.

³⁷ Чупанова Х. А. Взаимосвязь рыночной капитализации с показателями стоимости высокотехнологичных компаний / Х. А. Чупанова // Экономика, предпринимательство и право. – 2019. – Том 9. – № 3. – С. 191–206.

³⁸ Чупанова Х. А. Управление стоимостью страховой компании в условиях инновационного развития/ Х. А. Чупанова// Вопросы инновационной экономики. – 2022. – Том 12. – № 1. – С. 391–410.

³⁹ Чупанова Х. А. Взаимосвязь рыночной капитализации с показателями стоимости высокотехнологичных компаний / Х. А. Чупанова // Экономика, предпринимательство и право. – 2019. – Том 9. – № 3. – С. 191–206.

⁴⁰ Чупанова Х. А. Управление стоимостью страховой компании в условиях инновационного развития/ Х. А. Чупанова// Вопросы инновационной экономики. – 2022. – Том 12. – № 1. – С. 391–410.

⁴¹ Чупанова Х. А. Взаимосвязь корпоративного управления со стоимостью компании: на примере американских страховых компаний / Х. А. Чупанова // Вестник РМАТ. – 2021. - №1.- С. 9–14.

⁴² Калайда С.А. Вербальная модель финансового управления стоимостью предприятия металлургической отрасли/ Калайда С.А., Чупанова Х. А. // Экономическая безопасность. – 2024. – Том 7. – № 5. – С. 1189–1206.

⁴³ Калайда С.А. Вербальная модель финансового управления стоимостью предприятия металлургической отрасли/ Калайда С.А., Чупанова Х. А. // Экономическая безопасность. – 2024. – Том 7. – № 5. – С. 1189–1206.

⁴⁴ Чупанова Х. А. Причины безработицы на современном рынке труда и пути ее преодоления / Х. А. Чупанова // Вестник РМАТ. - 2018. - № 4. - 2018. - С.44.

⁴⁵ Chupanova Kh. Supply Chain Management Concept and Digital Economy: Digital Supply Chain Technological Innovation // Kh.A. Chupanova, Y. Otrokov, N. Mosina, V. Sekerin, A. Zharov, S. Garnik//Indian Journal of Economics and Development. - 2021. - Volume 17. - No. 4. – pp. 928-933.

⁴⁶ Чупанова Х. А. Взаимосвязь корпоративного управления со стоимостью компании: на примере американских страховых компаний / Х. А. Чупанова // Вестник РМАТ. – 2021. - №1.- С. 9–14.

2. Модель финансового управления стоимостью металлургического предприятия, включающая в качестве обязательных такие элементы как «стоимостные параметры», «уровень долгового финансирования», «интеллектуальный капитал», «дивидендная политика», «политика в области устойчивого развития», «масштаб отрасли», учитывает фундаментальные и рыночные факторы влияния и позволяет управлять ключевыми драйверами динамики рыночной капитализации, что в целом обеспечивает реализацию концептуального подхода к управлению стоимостью с целью ее роста.

3. При проведении оценки финансово-экономической эффективности металлургического предприятия в парадигме следования стратегической цели роста стоимости компании необходимо использовать алгоритм оценки, включающий: (1) корректный учет отраслевых рисков; (2) использование релевантных теоретических оценок, основанных на остаточном доходе и согласующихся с фактической рыночной ценностью компании; (3) расчет основных показателей эффективности.

4. Применение в коэффициентном анализе показателя добавленной нормы остаточной чистой прибыли (RORI), описывающего стоимость, созданную на предприятии в расчете на каждый рубль полученной выручки, предоставляет менеджменту металлургического предприятия информацию о периодах разрушения и создания стоимости компании и может использоваться для выработки управленческих решений стратегического планирования. В качестве показателя оценки динамики фундаментальной ценности необходимо рассчитывать коэффициент стратегического роста предприятия (SGRI), который отражает степень реакции рыночной стоимости к изменению фундаментальной стоимости активов.

5. Рыночная стоимость металлургического предприятия подвержена влиянию детерминант, которые могут быть представлены в виде укрупненных группировок факторов влияния (интеллектуальный капитал, доля заемного финансирования в собственном капитале, дивидендной политики, следования принципам устойчивого развития и масштаба отрасли), выявленных на основе проведенного отраслевого эконометрического анализа. Учет именно этих укрупненных группировок факторов совместно со стоимостными параметрами формирует действенные элементы управления стоимостью предприятия, предусмотренные в модели финансового управления.

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ РАЗВИТИЯ ЦЕННОСТНО-ОРИЕНТИРОВАННОГО МЕНЕДЖМЕНТА

1.1 Понятие «стоимость компании»: содержание и виды в контексте эволюции финансовой науки

Развитие финансовой науки и финансов как элемента товарно-денежных отношений неразрывно связано с таким понятием как «стоимость компании», поскольку содержание и сущность любой финансово-хозяйственной деятельности содержит в себе ту или иную ценность. Оформление финансовой науки в самостоятельное научное направление произошло в середине XVIII века на этапе развития классической экономической теории (*сер. XVIII - кон. XIX вв.*).

Экономический смысл понятия «стоимость» следует причислить к одной из основополагающих проблем финансовой науки. Она формирует представления об экономических благах и оказывает влияние на принятие хозяйствующими субъектами решений по производству, распределению и потреблению товаров. На разных стадиях развития экономической мысли такая категория как стоимость компании трактовалась различным образом, начиная еще с времен Древней Греции и Древнего Рима⁴⁷, когда теоретическое описание экономических процессов не было сформировано.

Периодизация школ экономической мысли явилась предметом исследований отечественных и зарубежных ученых. Например, немецкий экономист Карл Генрих Рау становление финансовой науки отражал в виде процесса, состоящего из трех ключевых этапов:

⁴⁷ *Античные ученые (до V в. н. э.)* затрагивали проблемы в сфере экономики в более широком контексте обсуждения вопросов общественного устройства. Такое важнейшее экономическое понятие как «ценность» находит отражение в трудах Ксенофонта (430–350 гг. до н. э.), который отождествлял понятие ценность и полезность. Развитие античной экономической мысли можно также обнаружить в трудах Аристотеля (384 -322 гг. до н. э.), в которых прослеживается развитие античной экономической мысли. Общий вклад работ Аристотеля в развитие античного понимания экономической мысли заключается в формировании таких важнейших экономических категорий: цена, деньги, собственность. Понятие «стоимость» рассматривалось как категория, основанная не только на полезности товара, но и на количестве затраченного труда на его производство. Такая трактовка, как известно, была сделана в условиях идеального хозяйства, где нет ростовщичества, кредита. Экономическая мысль *средневековья (V–XVI вв.)* была подвержена влиянию христианских идей и церкви ввиду особой роли такого института как церковь в распространении знаний. Философские суждения средневековья, основанные на формальных логических аргументах в целях теоретического обоснования догматов церкви, получили название – схоластика. Церковь была тем институтом, который обеспечивал сохранение научных знаний и их развитие, а основными фигурами, сделавшими вклад в развитие экономической мысли той эпохи, были священнослужители. В своих рассуждениях они опирались на нравственные правила и предписания из Священного Писания и оперировали терминами христианского дискурса. Философ Фома Аквинский (XIII в.) вносит вклад в развитие понятия справедливой стоимости, рассматривая ее в контексте аристотелевских суждений, как как цену, которая обеспечивает эквивалентность обмена и цену, которая обеспечивает людям приличествующее их сословию благосостояние. Справедливость же в обмене действовала для людей, обладающих одинаковым статусом. Такие трактовки были свойственны обществу раннего средневековья, когда оно было движимо идеей справедливой стоимости на каждом уровне становления. Поздние же схоласты, например, такие как Лессия Молина и де Люго (XVI в.) способствовали приращению знаний в области теории ценности, которые помимо полезности как основного фактора формирования стоимости, подчеркивали значимость издержек производства и субъективную оценку полезности.

1) ненаучное состояние; 2) научная обработка; 3) научный (рациональный период)⁴⁸. Отечественный экономист-финансист В. В. Ковалев отмечал о существовании двух крупных этапов науки о финансах: 1) классическая теория (когда значение государства в управлении финансами является наиболее весомой компонентой); 2) неоклассическая теория (финансы частного сектора выступают ядром экономических отношений).⁴⁹ Н. В. Басова фиксирует также три основных стадии:⁵⁰ 1) стадия ненаучного состояния, где и появляются ключевые предпосылки для развития финансов как самостоятельного направления; 2) стадия переориентации на научную обработку, впоследствии сформировавшую классическую теорию финансов; 3) стадия научного периода, на которой произошло зарождение основ для развития неоклассической теории финансов, основанной на социально-экономических потребностях общества.

Исходя из этого, при встраивании непосредственно понятия «стоимость компании» в финансовую науку значимость приобретает неоклассическая теория финансов, главенствующую роль в которой играют финансы частного сектора экономики. Они характеризуют экономическую силу государства, финансовой системы, а корпоративные единицы – компании становятся предметом научных исследований с их широким практическим применением. Сюда следует отнести и проблематику, возникающую относительно понятия «стоимость компании», при этом автором диссертационного исследования представлена периодизация понятия «стоимость компании» через этапы формирования различных экономических теорий.

Авторский подход к пониманию места понятия «стоимость компании» в эволюции развития экономических теорий представлен в таблице 1. Такой подход освещает проблематику стоимости в более обширном понимании общественного устройства.

Таблица 1 – Эволюция понятия «стоимость компании» в развитии финансовой науки

Критерии	Этапы	
	До середины XVIII — конца XIX вв.	С первой половины XX в.
Характеристика этапа	Классическая экономическая теория	Неоклассическая экономическая теория
Доминирующая роль в экономике	Государственные финансы и казна	Предпринимательский сектор
Ключевые представители	А. Смит, Д. Рикардо, К. Маркс, У. Джевонс, Л. Вальрас, К. Менгер	А. Маршалл, Г. Марковиц, А. Раппопорт, Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин, Г. Арнольд и др.
Основные стоимостные теории	«Трудовая теория ценности», «Трудовая теория относительных цен», «Теория прибавочной ценности», «Теория предельной полезности».	«Теория равновесной стоимости», «Теория портфельных инвестиций», «Теория создания ценности для акционеров».

⁴⁸ Посредникова Д. В. Очерки по истории финансовой науки. Монография / Д. В. Посредникова // СПбГТУРП-СПб, 2012. – 102 с.

⁴⁹ Ковалев В. В. Финансовая наука в России (XVIII-XIX вв.). История финансов и учета. [Электронный ресурс].- Режим доступа: URL: <https://finbiz.spb.ru/wp-content/uploads/2011/04/kovalev.pdf>

⁵⁰ Басова Н. В. Эволюционное развитие финансовой науки: от ненаучного состояния до состояния современного развития теории финансов / Н. В. Басова // Аудит и финансовый анализ. - 2013. - № 4. - С. 302.

Критерии	Этапы	
	До середины XVIII — конца XIX вв.	С первой половины XX в.
Основные экономические понятия, апеллирующие к стоимостной модели управления	потребительная стоимость, меновая стоимость, прибавочная ценность, предельная полезность.	равновесная стоимость, справедливая стоимость, фундаментальная стоимость.
Виды стоимости компании	-	рыночная стоимость, инвестиционная стоимость, ликвидационная стоимость, фундаментальная стоимость.

Составлено автором⁵¹.

Классическая школа экономической мысли стала формироваться при появлении в 1776 г. исследования Адама Смита (1723–1790 гг.) «Исследование о природе и причинах богатства народов»⁵². Впервые в систему экономических отношений понятие «разделение труда» внес А. Смит, затем сформировал трудовую теорию ценности, где труд, затраченный на производство, признается ядром ценности продукта. С его именем также связаны понятия потребительная и меновая стоимость. Первое понятие в его понимании – это полезность произведенного продукта и его способность удовлетворять человеческие потребности. А второе – ценность продукта с точки зрения возможности приобретения за счет него других товаров.⁵³

Давид Рикардо (1772–1823 гг.) является продолжателем этих идей, он также выделяет два вида стоимости: потребительную и меновую. Но делает акцент на том, что они не могут соответствовать друг другу, поскольку товары, не обладающие полезностью, не имеют и ценности. Взгляд Д. Рикардо во многом пересекается с представлениями А. Смита. Вместе с тем впоследствии Д. Рикардо заостряет внимание на исследовании проблематики капитала и его влиянии на ценность. Трудовая теория ценности, которой придерживается Д. Рикардо обращает внимание на первостепенную роль орудий труда в производстве. Трактровка же капитала как орудия труда в его понимании основана, в том числе, на ценности труда, направленного для обладания этим орудием («без какого-либо оружия нельзя убить ни бобра, ни оленя»).⁵⁴ Рикардо также развивал трудовую теорию относительных цен, в которую закладывал идею о пропорциональности стоимости труду с учетом поправки на временную разницу в периодах производства конечного продукта⁵⁵

⁵¹ Калайда С.А. Теоретические основы формирования категории «стоимость компании» и современные практические аспекты ценностно-ориентированного управления / Калайда С.А., Чупанова Х. А. // Экономика, предпринимательство и право. – 2024. – Том 14. – № 6. - С. 3243-3262.

⁵² Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов [Электронный ресурс] .-Режим доступа: URL: https://viewer.rusneb.ru/ru/000199_000009_005145794?page=22&rotate=0&theme=black

⁵³ Там же.

⁵⁴ Рикардо Д. Сочинения [Электронный ресурс] / Д. Рикардо // Перевод под редакцией члена корреспондента Академии Наук СССР. Москва. - 1955 г. - Т.1. - С. 43. - Режим доступа: URL: <https://djvu.online/file/8YSa2jKYFTEb9>.

⁵⁵ Шишкин М. В. История экономических учений: учебник для бакалавров / М. В. Шишкин, Г. В. Борисов, С. Ф. Сутырин // 3-е изд., испр. и доп. — Москва: Издательство Юрайт, 2019. – 376 с.

Воздействие эволюции общества на экономическую систему были показаны К. Марксом (1818-1883 гг.) в терминах радикальной политической экономии. Автор на первый план ставил исследование не механизма ценообразования, а социально-философский аспект общественного устройства, ядром которого выступает экономика. Теория ценности, как и у предыдущих авторов, также является предметом его рассуждений. Но здесь следует подчеркнуть тот факт, что автор рассматривает количество труда, требуемого для производства с точки зрения общества. Теория прибавочной ценности, в которой прибавочная ценность является той мерой товара, которая создана работниками и удержана капиталистом, также была основана К. Марксом.⁵⁶

Вторая половина XIX века ознаменовалась появлением маржиналистской *теории предельной полезности*, которая основана на учете предельных величин. Основные положения теории были заложены такими учеными как Уильям Джевонс (1835–1882 гг.), Леон Вальрас (1834–1910 гг.) и Карл Менгер (1840–1921 гг.). Особенностью данной теории явилось то, что ценность определялась полезностью (субъективная полезность для каждого индивида). У. Джевонс, например, констатирует: «Богатство есть то, что, во – первых, удобно передаваемо, во-вторых, существует в ограниченном количестве, в-третьих, полезно.»⁵⁷ Согласно Л. Вальрасу стоимость ограничена двумя важными критериями: редкостью и полезностью. Так, товары, имеющие ценность и способные выполнять функцию обмена, выступают в качестве полезных и ограниченных в количестве продуктов. В этих терминах под меновой стоимостью автор понимает «свойство определенных вещей, состоящее в том, что они не могут быть получены или уступлены бесплатно, а могут быть куплены и проданы, получены и отданы в известной количественной пропорции в обмен на другие вещи.»⁵⁸

К. Менгер также оказал влияние на развитие теории предельной полезности, в частности, отразив в своем научном труде «Основания политической экономии. Исследование о методах социальных наук и политической экономии в особенности» логическую трактовку ценности, под которой понимал *субъективную оценку* того или иного блага: «Ценность — это суждение, которое хозяйствующие люди имеют о значении находящихся в их распоряжении благ для поддержания их жизни и их благосостояния, и потому вне их сознания не существует. Поэтому также безусловно ошибочно называть благо, имеющее ценность для хозяйствующих субъектов,

⁵⁶ Маркс К. Сочинения. Т. 26. / К. Маркс, Ф. Энгельс [Электронный ресурс] // Государственное издательство политической литературы. Москва, 1962 г. – 476 с. .- Режим доступа: URL: <https://www.marxists.org/russkij/marx/cw/t26-1.pdf> (дата обращения: 28 мая 2023 г.)

⁵⁷ Джевонс В. Политическая экономия / В. Джевонс // Перевод под редакцией и с предисловием Р. Маркович. Типография «Народная польза», 1905. – 120 с.

⁵⁸ Вальрас Л. Элементы чистой политической экономии или Теория Общественного богатства [Электронный ресурс] / Л.Вальрас // Перевод на русский язык – И. Егоров, А. Белянин, 2000. - С. 35. Режим доступа: URL: https://www.biznesbooks.com/components/com_jshopping/files/demo_products/valras-l-elementy-chistoj-politicheskoy-ekonomii.pdf (дата обращения: 28 мая 2023 г.)

«ценностью», или же говорить о «ценностях», как о самостоятельных реальных предметах, как это делают экономисты, благодаря чему ценность объективируется.»⁵⁹

Классическая экономическая теория, как отмечалось выше, охватывала проблематику государственных финансов и, соответственно, все научные исследования того периода, которые описывали методы и приемы пополнения государственной казны через совершенствование налоговой системы государства. «С конца XX века ученые и практики приходят к выводу о необходимости осмысления теории финансов на уровне фирмы как основной системообразующей ячейки любой экономической системы. Этому способствовал ряд причин: снижение роли государства и публичных союзов в экономике; глобальное развитие рынка капитала; возрастающая роль транснациональных компаний, усиление процессов концентрации в области производства, значимость финансовых ресурсов в обеспечении деятельности фирмы.»⁶⁰

В XX столетии активно стала развиваться *неоклассическая* экономическая мысль. Развитие стоимостной теории связано с именем Альфреда Маршалла (1842–1924 гг.), который в 1890 г. опубликовал работу «Принципы экономической теории». Значимый вклад А. Маршалла в развитие экономической теории заключается в трактовке стоимости любого товара как категории, образующейся под влиянием спроса и предложения (в краткосрочном периоде – предложение товара является неизменной величиной, поскольку не может реагировать на текущий спрос, а в долгосрочном периоде спрос и предложение на товар взаимосвязаны).⁶¹ Это и порождает трактовку теории равновесной цены А. Маршалла, где стоимость – есть соотношение спроса и предложения.

Таким образом, категория «стоимость» в широком смысле содержится в процессах общественного устройства еще античных времен и претерпевает изменения на каждом этапе своего развития. Со временем именно стоимость остается достоверным источником информации об экономических благах, товарах, или корпоративных единиц. В части последнего следует отметить, что текущая трактовка стоимости предприятия и ее оценки заложили сложившиеся ранее теории стоимости и во многом связаны с современным пониманием данных терминов.

Стоимость компании в современном ее понимании имеет различное множество видов, которые дают пользователю информацию в зависимости от целей ее использования.

В сложившейся на сегодня экономической системе стоимость компании может трактоваться как ключевой результирующий показатель, отражающий потенциал долгосрочного

⁵⁹ Менгер К. Основания политической экономии. Исследования о методах социальных наук и политической экономии в особенности // К. Менгер // Издательский дом «Территория будущего», 2005 г. – 494 с.

⁶⁰ Ковалев В. В. Финансовая наука в России (XVIII-XIX вв.). История финансов и учета. [Электронный ресурс].- Режим доступа: URL: <https://finbiz.spb.ru/wp-content/uploads/2011/04/kovalev.pdf>

⁶¹ Шишкин М. В. История экономических учений: учебник для бакалавров / М. В. Шишкин, Г. В. Борисов, С. Ф. Сутырин // 3-е изд., испр. и доп. — Москва: Издательство Юрайт, 2019. – 376 с.

развития, степень устойчивости на публичном рынке капитала, а также конкурентоспособности в сравнении с другими предприятиями отрасли.

При этом существует различное множество *видов стоимости*, появление которых предопределено потребностью, возникающей при определённых обстоятельствах (цель заинтересованной стороны формирует вид стоимости).

Расчет стоимости компании несет в себе весьма важную информационную функцию, которая является источником информации о ее положении на рынке для всех пользователей отчетности. Оценка бизнеса приобретает особую актуальность при различных обстоятельствах, направленных на принятие решений по купле или продаже компании, расширение состава бизнес-партнеров, осуществления банком кредитования клиентов, требований налоговых органов и т.д.⁶² Оценка стоимости компании может представлять широкий интерес для различных субъектов хозяйственной деятельности. Например, инвесторы стремятся вложить ресурсы в компанию с высокой стоимостью и потенциалом роста, банки стремятся получить наиболее точную оценку предприятия при ипотечном кредитовании, т. е. залоговую стоимость и т. д.⁶³

Таким образом, правильно поставленная цель оценки, в зависимости от области использования влияет на достоверность и обоснованность полученных результатов. Помимо этого, для каждого вида стоимости применимы отдельные методы оценки или сбалансированное их сочетание.⁶⁴

«Оценка стоимости предприятия (бизнеса) — это расчет и обоснование стоимости предприятия на определенную дату. Оценка стоимости бизнеса, как и любого другого объекта собственности, представляет собой целенаправленный упорядоченный процесс определения величины стоимости объекта в денежном выражении с учетом влияющих на нее факторов в конкретный момент времени в условиях конкретного рынка.»⁶⁵

«Учет долгосрочных интересов стейкхолдеров и акционеров делает стоимость важнейшим инструментом оценки и измерения успешности того или иного бизнеса. Особенно в условиях рыночной экономики и совокупности различных рисков ее функционирования решение задачи измерения на основе современных методов оценки приобретает значимую ценность для развития рыночной экономики. А в современных условиях вхождения экономики в стадию

⁶² Рош Дж. Стоимость компании: от желаемого к действительному / Дж. Рош – Минск: Гревцов Паблицер, 2008. – 341 с.

⁶³ Верховцева Е.А., Гребеник В.В. Оценка стоимости компании: эмпирические и теоретические аспекты // Интернет-журнал «НАУКОВЕДЕНИЕ». – 2016. Том 8. - №1. – С. 1- 9.

⁶⁴ Косорукова И. В. / Методологические проблемы оценки стоимости бизнеса: теория и практика. Монография / И. В. Косорукова // М.ООО «СинергияПРЕСС», 2012. - С. 40.

⁶⁵ Грязнова А. Г. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / А. Г. Грязнова, М. А. Федотова, М.А. Эскиндаров, Т.В. Тазикина, Е. Н. Иванова, О. Н. Щербакова. — М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003. — 544 с.

турбулентности потребность в измерении стоимости является весьма важным управленческим аспектом для предприятия, в том числе в связи с вхождением мировой экономики в стадию турбулентности».⁶⁶

Различные виды стоимости формируются на рынке по причине наличия разных целей субъектов хозяйственной деятельности в отношении объекта оценки. Регулирование процесса оценки хоть и субъективно по своей природе, но имеет определенный контур нормативных правовых актов, закрепляющих осуществление оценочной деятельности на отечественном рынке. В Федеральном стандарте оценки (ФСО) № 2⁶⁷ и в Федеральном законе от 29 июля 1998 г. «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»⁶⁸ содержится 4 ключевых вида стоимости: рыночная, инвестиционная, ликвидационная и кадастровая.

- *Рыночная* стоимость – формирует представление о предприятии с учетом конкурентных рыночных условий, свойственных конкретному рынку, а также разумных действий лиц, обладающих информацией об объекте оценки. В статье 7 Федерального закона от 29 июля 1998 г. «Об оценке и оценочной деятельности в Российской Федерации» указывается возможность отражения рыночной стоимости за исключением случаев, установленных законом.⁶⁹ Ее значение особенно ценно для стратегических инвесторов, которые располагают данными о денежных потоках, формируемых бизнесом, в отличие от портфельных инвесторов.⁷⁰

- *Инвестиционная* стоимость – представляет собой стоимость, рассчитываемую для конкретного заинтересованного лица группы лиц с учетом всех инвестиционных целей использования объекта оценки⁷¹. Характеризуется как стоимость для конкретного лица или группы лиц в соответствии с инвестиционными целями использования объекта оценки, т. е. отражает выгоды от владения объектом.⁷²

- *Ликвидационная* стоимость компании – вид стоимости, применяемый для оценки в целях совершения сделки по отчуждению имущества и отражающий наиболее вероятную цену на

⁶⁶ Эскиндаров М. А. Оценка стоимости бизнеса: учебник / М.А. Эскиндаров, М. А. Федотова // под ред. М. А. Эскиндарова, М. А. Федотовой // М.: КНОРУС, 2016. — 320 с.

⁶⁷ Приказ Минэкономразвития от 20 мая 2015 г. № 298 «Цель оценки и виды стоимости (ФСО № 2)» [Электронный ресурс]. - Режим доступа: URL: http://www.ceae.ru/FSO_2.html

⁶⁸ Федеральный закон от 29.07.1998 N 135-ФЗ (ред. от 28.11.2018) «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19586/010969a54af6f2ea4b4cb3cf4a1adaf4e6b3f4e3/.

⁶⁹ Там же.

⁷⁰ Валдайцев С.В. О точности практических оценок рыночной стоимости компаний / С.В. Валдайцев // Вестник СПбГУ. – 2012. - Сер.5.2012.- Вып. 3. - С. 116.

⁷¹ Федеральный закон от 29.07.1998 N 135-ФЗ (ред. от 28.11.2018) «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19586/010969a54af6f2ea4b4cb3cf4a1adaf4e6b3f4e3/.

⁷² Приказ Минэкономразвития от 20 мая 2015 г. № 298 «Цель оценки и виды стоимости (ФСО № 2)» [Электронный ресурс] .- Режим доступа: URL: http://www.ceae.ru/FSO_2.htm

данный момент с учетом чрезвычайных обстоятельств, вынуждающих продавать объект не на рыночных условиях.⁷³

- *Кадастровая* стоимость представляет собой стоимость, определяемую и используемую государственными органами в первую очередь в целях налогообложения, на базе всей информации об объекте, в том числе экономических характеристиках.⁷⁴

Заинтересованные лица принято рассматривать с точки зрения целей, которые они преследуют по отношению к объекту оценки. Так, например, существует точка зрения о том, что потенциальные потребители в оценке относятся к трем группам⁷⁵:

- 1) кредиторы – для данной группы пользователей результатов оценки стоимость является критерием для экспертных оценок в части определения качества залога, принятия решения о расширении кредитных лимитов, а также уступки прав требования;
- 2) возможные инвесторы – заинтересованы в получении наиболее объективной информации об объекте оценки;
- 3) собственники – здесь интересы зависят от ситуации, в которой проводится оценка (например, продажа имущественного комплекса и ликвидация юридического лица, сделки по слияниям и поглощениям и пр.).

Российскими исследователями отмечается актуальность оценки рыночной стоимости, в том числе в силу законодательной регламентации, что в условиях кризисных явлений стимулирует потребность в оценке рыночной стоимости предприятий.⁷⁶

Вместе с тем роль оценки стоимости зависит от особенностей отрасли, целей стейкхолдеров (банков, государства, акционеров, инвесторов и т.д.), а также субъективного фактора, который проявляется аналитиками в виде профессионального суждения.⁷⁷

Следует отметить, что на практике можно столкнуться с рядом проблем в оценке стоимости. Так, к современным проблемам методологического и прикладного характера относят неоднозначность толкования понятий⁷⁸ (например, бизнес, предприятие, ценность, стоимость), поэтому важно правильно определить цель оценки. Также для российского рынка характерна более ярко выраженная негативная реакция рынка на информацию о враждебных поглощениях,

⁷³Федеральный закон от 29.07.1998 N 135-ФЗ (ред. от 28.11.2018) «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19586/010969a54af6f2ea4b4cb3cf4a1adaf4e6b3f4e3/.

⁷⁴Там же.

⁷⁵ Малахов Р. Г. Комплексы имущества: особенности применения подходов при оценке рыночной стоимости / Р. Г. Малахов, Д. Г. Малахов // Экономические проблемы регионов и отраслевых комплексов. Проблемы современной экономики. – 2015. – С. 272–276.

⁷⁶ Карпова О. К. К вопросу об оценке рыночной стоимости предприятий / О. К. Карпова, Н.А. Лобахина, А.А. Юрков // Вестник Ростовского государственного экономического университета (РИНХ). – 2015. - № 2. – 50. С. 85.

⁷⁷ Дамодаран А. Инвестиционная оценка / А. Дамодаран // Альпина Бизнес Букс, 2008. – 1323 с.

⁷⁸ Ахмадеева О. А. Проблемы оценки стоимости бизнеса /О.А. Ахмадеева, И.А. Кошкина// Современные исследования социальных проблем (электронный научный журнал), Modern Research of Social Problems. – 2014. - № 2 (34). - С. 1–16.

чем для европейских, что делает необходимым избегать поглощений, носящих враждебный характер, которые воспринимаются инвесторами негативно⁷⁹.

Осуществление финансово-управленческих функций в области наращивания стоимости предприятия направлено на создание фундаментальной ценности капитала, образуемой под влиянием притоков и оттоков ресурсов по финансово-хозяйственной деятельности предприятия.⁸⁰ Соответственно, финансовый менеджмент в терминах ценностно-ориентированного управления нацелен на максимизацию фундаментальной стоимости предприятия с учетом сложившейся на рынке рыночной ситуации. Это предопределяет необходимость комплексной оценки финансовых и нефинансовых факторов стоимости предприятия, охватывающих в укрупненном виде всевозможные риски ведения хозяйственной деятельности, возникающих в среде функционирования предприятия.

Финансисты запада, приверженцы неоклассической теории, обращали внимание на логическую сторону корпоративных финансов предприятий как основных игроков рынка капитала, позднее на пересечении неоклассической теории финансов, общей теории финансового менеджмента и бухгалтерского учета сформировалось новое научное направление, получившее название – финансовый менеджмент, или корпоративные финансы.⁸¹ Среди широкого спектра инструментов финансового менеджмента⁸² для достижения цели по созданию добавленной ценности в компании требуется выбрать наиболее эффективные и опирающиеся на исследование различных аспектов управления корпоративными финансами в современных условиях. В середине XX века произошло бурное развитие теории ценностно-ориентированного управления (в ядре такого подхода лежит идея о получении добавленной стоимости фирмы и ее долгосрочного роста в перспективе). Другое ее название – теория создания стоимости для акционеров, при этом стоит подчеркнуть ее многосторонность и нацеленность в том числе на гармонизацию интересов всех других заинтересованных сторон (стейкхолдеров).⁸³

Существенным критерием неоклассической теории развития финансов является возрастающая роль финансовых рынков, что впоследствии и привело к математизации

⁷⁹ Маричева Н. Н. Влияние враждебных поглощений на стоимость акций приобретающих компаний: российская и европейская практика / Н. Н. Маричева, Е. М. Рогова // *Journal of Corporate Finance Research / Корпоративные финансы.* - 2016. - № 4. С. 86.

⁸⁰ Волков Д. Л. Модели оценки фундаментальной стоимости собственного капитала: проблема совместимости / Д. Л. Волков // *Вестник Санкт-Петербургского университета.* - 2004. - Серия 8. - Менеджмент. - Вып. 3 (№24) - С.7.

⁸¹ Ковалев В. В. Финансовая наука в России (XVIII-XIX вв.). История финансов и учета. [Электронный ресурс].- Режим доступа: URL: <https://finbiz.spb.ru/wp-content/uploads/2011/04/kovalev.pdf>

⁸² В рамках данного исследования понятия «управление стоимостью компании», «ценностно-ориентированный менеджмент» являются идентичными.

⁸³ Калайда С.А. Теоретические основы формирования категории «стоимость компании» и современные практические аспекты ценностно-ориентированного управления / Калайда С.А., Чупанова Х. А. // *Экономика, предпринимательство и право.* – 2024. – Том 14. – № 6. С. 3243-3262.

различных аспектов принятия финансовых решений.⁸⁴ Именно в это время происходит становление ключевых для финансового менеджмента теорий.

Появление в финансовой науке теории портфельных инвестиций⁸⁵ Г.Марковица в 1952 г. явилось важным шагом в развитии фундаментальной стоимости собственного капитала, затем произошло аналитическое обоснование данной теории в работах У. Шарпа, Дж. Линтнера⁸⁶ и др., который в академических и практических кругах стали бенчмарком финансового менеджмента. Портфельная теория признает оптимальным такой портфель, в котором дисперсия ожидаемой доходности содержит минимальное значение.

Для неоклассической теории финансов сама по себе теория стоимостного управления может рассматриваться в качестве широкого практического приложения.

Англоязычное, общепринятое в западной практике, название концепции ценностно-ориентированного управления - Value-based management (далее - VBM). Она основана на создании наиболее максимальной стоимости акционерного капитала на основе стоимостного мышления и идеологии, а также эффективной системы измерения. Такая схема развития компании в рамках VBM рассматривается как одна из главных целей ее функционирования.

Понятие «фундаментальная стоимость» существует внутри VBM и может трактоваться как внутренняя ценность фирмы, образующаяся на основе ценности активов с учетом стратегического потенциала фирмы. Популярность концепции VBM была связана с выходом в свет труда Альфреда Раппопорта «Создание акционерной стоимости: новый стандарт эффективности бизнеса»⁸⁷. В этой работе автор представил управленческий метод оценки стоимости предприятия, учитывающий интересы акционеров и стейкхолдеров. Практическая реализация концепции невозможна без введения системы вознаграждения персонала и менеджеров, измерения и оценки сторон корпоративной культуры с учетом акционерной стоимости.⁸⁸

О предельной важности финансового управления стоимостью предприятия подчеркивают ведущие зарубежные ученые. Т. Коупленд, Т. Коллер и Дж. Муррин представили теорию ценностно-ориентированного управления в виде научного направления, преследующего широкий спектр целей, задач, различных инструментов, которые в совокупности направлены на

⁸⁴Ковалев В. В. Финансовая наука в России (XVIII-XIX вв.). История финансов и учета. [Электронный ресурс].- Режим доступа: URL: <https://finbiz.spb.ru/wp-content/uploads/2011/04/kovalev.pdf>

⁸⁵ Markowitz H. Portfolio Selection / H. Markowitz // The Journal of Financ. - 1952. - Vol. 7. - Issue 1. – pp. 77-91.

⁸⁶ Сущность работ раскрывается нами в параграфе 2.2. в рамках фундаментальной оценки стоимости капитала.

⁸⁷ Rappaport A. Creating shareholder value: The new standard for business performance / A. Rappaport // New York, Free Press, 1986. - 270 p.

⁸⁸ Arnold G. Value-Based Management: Context and Application/ G. Arnold, M. Davies//John Wiley & Sons.: Chichester. UK, 2000. – 384 p.

достижение стратегического роста стоимости предприятия.⁸⁹ К примеру, в научном труде «Стоимость компании: оценка и управление» особое внимание авторами обращается на значимость роста стоимости фирмы для акционеров во взаимосвязке с интересами других заинтересованных сторон. Авторы ссылаются на размышления А. Смита, который, в частности, пишет, что высокопроизводительные предприятия привлекают перспективных работников без наличия конфликта интересов. Ими приводится пример оценки взаимосвязи между показателем производительности труда, благосостояния акционеров и уровнем занятости для таких стран, как США, Япония и Германия. Вывод, сделанный ими, сводится к тому, что наиболее высокую стоимость создают компании, обладающие высокой производительностью.

Среди российских ученых такая позиция поддерживается Д. Волковым, который считает, что VBM является мощным инструментом управленческого консалтинга, отмечая при этом ее практическую ценность среди существующих обширных методик применения консалтинга в сфере финансового менеджмента, однако в то же время ведутся споры о ее применимости на различных рынках.⁹⁰

Появление ценностно-ориентированного управления рассматривается А. Потаповым и И. Ткаченко как инновация в управлении. Авторы относят ее к Pull-модели (модель инноваций, вызванная спросом, т. е. в основе которой лежит уже существующая на рынке потребность). Соответственно, принципы, подходы и методы, существующие в рамках VBM, авторы относят к области инноваций в менеджменте.⁹¹

Становление концепции VBM и ее современное практическое применение, в общем и целом, основано на концептуальных принципах, представляющих особую важность в его трактовке.

Первое – рост акционерной стоимости должен сопровождаться учетом интересов других заинтересованных сторон, при этом для снижения несогласованности интересов менеджмента и акционеров широко применяются методы материального стимулирования. Применение VBM освобождает менеджмент от ряда управленческих недостатков, возникающих при применении традиционных способов оценки и управленческих инструментов. Критерием успешности применения VBM можно считать положительную отдачу на вложенный капитал (инвестиции). В этом смысле затраты на капитал представляют собой издержки, связанные именно с акционерным капиталом. При этом оценка инвестиционного риска предполагает измерение всех

⁸⁹ Copeland T. Valuation: measuring and managing the value of companies / T. Copeland, T. Koller, J. Murrin // New York, John Wiley & Sons, 1995. - 576 p.

⁹⁰ Волков Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты / Д. Л. Волоков // Высшая школа менеджмента СПбГУ. — СПб. Изд-во «Высшая школа менеджмента»; Издат. дом С.-Петербург. гос. ун-та., 2008. — С.26.

⁹¹ Потапов А. В. Концепция ценностно-ориентированного менеджмента. / А. В. Потапов, И. Н. Ткаченко // Теория хозяйствования. Известия УрГЭУ. - № 5 (31). 2010. – С.36.

систематических и несистематических рисков, влияющих на объект оценки. Определенное доверие и практическую ценность в оценке бизнеса получила модель ценообразования капитальных активов, тем самым широко используется как в академических, так и в практических работах.⁹² На фоне достижения задачи обеспечения возвратности на капитал, данный подход имеет большую ценность, поскольку учитывает риск и доходность вкуче и в перспективе ведет к наиболее рациональному распределению ресурсов в сопоставлении с абстрактной задачей возврата затрат на вложенный капитал.

Второе – стратегические планы в области инвестиционных решений предприятия и инвестиционная стратегия требует принятия взвешенных решений с учетом жизненного цикла инвестиций. При этом временной фактор следует рассматривать с точки зрения различных периодов: ретроспективных и перспективных. Такая логика сокращает риски наступления неблагоприятных событий и дает представление пользователю информации о стоимости фирмы, о потенциально возможных убытках, которые можно предотвратить с помощью управленческих решений.

На основе вышеуказанных суждений долгосрочный стратегический рост стоимости должен привести к отходу от формального восприятия процесса управления финансами к более содержательному и количественно оцененному с позиции фондового рынка и фундаментальных основ.

Такой подход представляется нами концептуально применимым к любой компании при донстройке его в зависимости от условий ведения деятельности: развитость фондового рынка, приоритетности развития той или иной отрасли, специфики восприятия населением данного направления деятельности и т.д.

Однако в научных кругах вопрос учета финансовых и нефинансовых факторов остается открытым и во многом является дискуссионным, поскольку требует адаптации инструментов к уязвимости тех или иных рынков, что создает также риски непредвиденных потерь и ослабляет оперативное реагирование в достижении цели создания добавленной ценности компании.⁹³

Несмотря на то, что в литературе приведено описание различных новых подходов к управлению, не все из них оказываются применимыми к отраслям экономики. В большинстве случаев проблема заключается в неопределенности применяемых подходов и несоответствии конечной цели предприятия стоимостной концепции.⁹⁴

⁹² Boda M. Linearity of the Sharpe-Lintner Version of the Capital Asset Pricing Model / M. Boda, M. Kanderova // *Procedia - Social and Behavioral Sciences*. - 2014. - №110. - pp. 1136 – 1147.

⁹³ Козлова Н. И. Максимизация акционерной стоимости на динамичном российском рынке капитала / Н. И. Козлова // *Российское предпринимательство*. — 2016. — Т. 17. — № 18. — С. 2351–2370.

⁹⁴ Mitan A. Value-based management: A case study of Visegrad Four countries / A. Mitan, A. Siekelova, M. Rusu, M. Rovnak // *Ekonomicko-manazerske spektrum*. - 2021. - 15(2). - pp. 87-98.

Управление, основанное на ценности, может восприниматься как решение этой проблемы. В постоянно меняющейся конкурентной среде, сопровождающейся для предприятий различного рода трансформациями, возникает потребность в переориентации ресурсов из менее прибыльных направлений деятельности в более прибыльные. Так, решение данной проблемы не представляется возможным без корректно сформулированных моделей финансового управления.⁹⁵ Стоимостное управление вместе с тем обеспечивает точную и недвусмысленную метрику, на основе которой может быть построена вся компания⁹⁶. А сама стоимость определяется исходя из достигнутого предприятием дисконтированного денежного потока⁹⁷.

Ценностно-ориентированное управление основывается на общих стремлениях компании, аналитических методах и процессах управления, уделяя особое внимание процессу принятия управленческих решений по ключевым факторам создания ценности и рассмотрению непредвиденных факторов, влияющих на эффективность ВВМ. Вывод о важности принятия управленческих решений, основанных на эмпирическом анализе ключевых факторов создания ценности можно встретить в работах зарубежных авторов (Фрика⁹⁸ и др.; Иттнера и Ларкера⁹⁹; Циммермана¹⁰⁰).

Долгосрочное стратегическое развитие предприятия и его устойчивый рост требуют выработку таких инструментов финансового управления, которые бы обеспечивали рост стоимости компании для акционеров и стейкхолдеров. Для долгосрочного развития и устойчивого роста фирме в перспективе необходимо учитывать долгосрочные риски и формировать переход от традиционных бухгалтерских показателей к ценностно-ориентированным. Смена приоритетов в модели управления от традиционных показателей к финансовым диктует руководству решение ряда новых задач, охватывающих как финансовые, так и интеллектуальные ресурсы.¹⁰¹

Ценностно-ориентированное управление отличается от систем планирования 1960-х годов тем, что главным образом основано на создании ценности, как наборе известных методов управления, направленных на максимизацию акционерной стоимости. В процессе принятия

⁹⁵ Papatya G. Value-based management applications in business: A model study for Turkey business/ G. Papatya // Journal of Mehmet Akif Ersoy University Economics and Administrative Sciences. - 2020. - No 7, pp. 1194-1210.

⁹⁶ Watts R. Towards a positive theory of the determination of accounting standards / R. Watts, J.L. Zimmerman // The Accounting Review. - 1978. - No 53. - pp. 34-62.

⁹⁷ Ausloos M. Valuation models applied to value-based management-application to the case of UK / M. Ausloos // Forecasting. - 2020. - pp. 549-565.

⁹⁸ Frik S. Drivers of value creation – the role of value-based management and underlying institutions / S. Frik, S. Scharpp, M. Wolff // Management Accounting Research. - 2016. - No 33. - pp. 42-60.

⁹⁹ Ittner C.D. Assessing empirical research in managerial accounting: a value-based management perspective/ C.D. Ittner, D.F. Larcker // J. Account. - 2001. - pp. 349-410.

¹⁰⁰ Zimmerman J.L., Conjectures regarding empirical managerial accounting research/ J.L. Zimmerman // J. Account. - 2001. - Econ. 32. - pp. 411-427.

¹⁰¹ Чупанова Х. А. Концепция ценностно-ориентированного менеджмента: теоретический анализ / Х. А. Чупанова, А.А. Чупанов // Инновации. Наука. Образование. - 2021. - №37. - С.273-277.

решений менеджеры сосредотачиваются на создании ценности для акционеров. Хоу и Чжан¹⁰² утверждали, что создание ценности следует рассматривать как центральную стратегическую задачу менеджмента, включающую общую конъюнктуру рынка, цепочку поставок, само предприятие, предлагаемый продукт, а также потенциального потребителя и соответствующие им стратегии, направленные на рост стоимости бизнеса.

А.Митан¹⁰³ и др. исследовали взаимосвязь между показателем экономической добавленной стоимости (Economic Value Added - EVA), который отражает успешную реализацию процесса создания ценности в компаниях. Наблюдалась незначительная зависимость между показателем EVA и внеоборотными активами, текущими финансовыми активами и подоходным налогом. Также наблюдалась умеренная зависимость между показателем EVA и запасами, дебиторской задолженностью, процентными расходами и другими обязательствами и высокая зависимость между показателем EVA и банковскими кредитами.

Финансовое управление стоимостью фирмы в терминах данной диссертации является управленческим подходом, заключающим в себе комплекс многообразных факторов формирования фундаментальной ценности капитала и рыночной капитализации, которые подвержены влиянию внешних и внутренних рисков ведения деятельности.

Для финансового управления стоимостью компании в условиях ценностно-ориентированного менеджмента нами представляется логичным рассмотреть совокупность внешних и внутренних факторов, потенциально оказывающих влияние как на фундаментальную, так и на рыночную ценность компании. Представляется целесообразным проводить оценку актива, обладающего ценностью на фондовом рынке, с учетом внешних и внутренних факторов. Охват важнейших для финансового управления стоимостных факторов требует разработки и интеграции в систему финансового менеджмента предприятия ряда критериев эффективности, способных охарактеризовать создание стоимости в компании с учетом внешних и внутренних условий функционирования.

Методический инструментарий должен обладать возможностью практического использования в условиях несовершенного рынка капитала. Для достижения цели исследования требуется выработка экономически обоснованного алгоритма, составляющего целостный инструментарий оценки стоимости фирмы с точки зрения ВВМ. Автором предлагается следующая схема реализации такого алгоритма (рисунок 1).

¹⁰² Hou R. Y. Value based management and strategic planning / R.Y. Hou, A. Zhang // Proceedings of the 2nd International Conference on Product Innovation Management & The 3rd International Conference On Value Engineering, Peoples R China. - 2017. - pp. 38-40.

¹⁰³ Mitan A. Value-based management: A case study of Visegrad Four countries / A. Mitan, A. Siekelova, M. Rusu, M. Rovnak // Ekonomicko-manazerske spektrum. - 2021. - 15(2). - pp. 87-98.

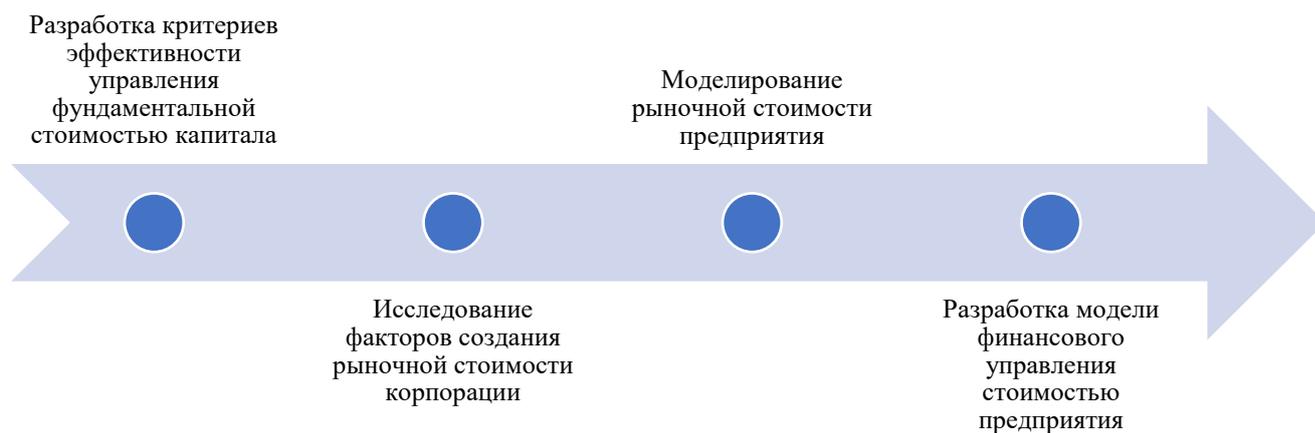


Рисунок 1. Алгоритм разработки экономически обоснованного инструментария финансового управления стоимостью предприятия.

Составлено автором.

Представленная автором схема нацелена на охват ключевых этапов создания модели финансового управления, концептуальный смысл которой заключается в использовании факторов роста стоимости предприятия в финансовом управлении. Для достижения такой цели необходимо последовательное изучение фундаментальных и рыночных условий функционирования предприятия. Данный алгоритм является основой для выявления научных результатов и их использования на практике в целях создания комплексной модели финансового управления стоимостью предприятия. Экономико-математическое обоснование сформулированного подхода будет представлено в следующих главах исследования.

Полученные оценки могут служить основанием для включения тех или иных критериев эффективности в концептуальный подход к финансовому управлению стоимостью предприятия.

1.2 Ключевые элементы финансового управления стоимостью компании

В рамках VBM финансовая стратегия фирмы направлена на поиск таких инструментов достижения тактических целей фирмы, которые способствуют повышению стоимости компании. Выстраивание финансовой стратегии фирмы на основе тактических целей компании предопределяет выбор инструментов принятия управленческих решений. Поскольку руководство в конечном счете несет ответственность перед инвесторами, целью корпоративного финансового менеджмента должна быть реализация инвестиционных и финансовых решений, которые должны удовлетворять интересы акционеров, ставя их всех в равное, оптимальное

финансовое положение. Удовлетворение интересов акционеров должно восприниматься как средство достижения цели, а именно максимизации благосостояния акционеров.

Стратегическое финансовое управление является составной частью корпоративного стратегического плана, который включает в себя оптимальные инвестиционные и финансовые решения, необходимые для достижения общих поставленных целей. В связи с этим необходимо учитывать различие между стратегическим, тактическим и оперативным финансовым планированием. Финансовая стратегия фирмы в таком контексте опирается на финансовую политику компании. При этом в академической литературе представлено множество определений финансовой политики компании.

Российские исследователи в области корпоративных финансов отмечают, что создание методики управления компанией должно включать в себя не только краткосрочные, но и долгосрочные угрозы и возможности. Т. В. Теплова отмечает, что ориентация на традиционные бухгалтерские показатели не учитывает долгосрочные цели компании, а рассматривает ее лишь исходя из текущего положения¹⁰⁴. М. В. Кудина считает, что при построении модели управления компанией необходимо ориентироваться на фундаментальную ценность компании с учетом ее роста во взаимосвязи с рыночной капитализацией¹⁰⁵. В. В. Ковалев исходит из триады, основу которой составляют такие ключевые компоненты, как: «финансовые ресурсы, финансовые отношения и финансовые решения», суть последнего и лежит в основе корпоративной финансовой политики.

Понятие «финансовые решения в отношении средств фирмы» включает укрупнённые группы решений в области источников финансирования деятельности фирмы, стоимости и структуры источников финансирования, а также политики выплаты дивидендов.¹⁰⁶ И. Я. Лукасевич включает в финансовую политику компании такие структурные компоненты как: финансирование бизнеса, структуру и стоимость капитала, а также дивидендную политику.¹⁰⁷

В. Г. Когденко пишет, что под корпоративной финансовой политикой следует понимать совокупность действий, направленных на эффективное формирование и применение финансовых ресурсов, эффективно распределенных с учетом стратегических и тактических целей фирмы. В этих условиях стратегические цели компании направлены на максимизацию стоимости компании, а тактические – на рост прибыли, рентабельности вложенного капитала,

¹⁰⁴ Теплова Т. В. Эффективный финансовый директор / Т. В. Теплова // Эффективный финансовый директор: учебное пособие для бакалавриата и магистратуры, 2018. — 507 с.

¹⁰⁵ Кудина М. В. Фундаментальная и рыночная стоимость компании / М. В. Кудина // Российское предпринимательство. – 2010. - №1(2). - С.35.

¹⁰⁶ Ковалев В. В. Финансовый менеджмент: теория и практика. – М: ТК Велби, Изд-во Проспект. 2007. – С. 764-895.

¹⁰⁷ Лукасевич И. Я. Финансовый менеджмент: учебник и практикум для вузов. Юрайт. Москва. 2023 г. С. 499-675.

формирование оптимальной структуры капитала, обеспечение финансовой устойчивости и пр.
108

Р. Брейли и С. Майерс в работе «Принципы корпоративных финансов» обращают внимание на ключевую роль анализа ретроспективных данных на основе финансовых отчетов компаний. «Финансовые отчеты служат менеджерам источником информации для решения нескольких задач: с их помощью менеджеры контролируют результаты деятельности собственных компаний, выявляют позиции и политику конкурентов, следят за финансовым здоровьем клиентов.»¹⁰⁹

В терминах стоимостной философии развития фирмы трансформация бухгалтерской учетно-аналитической модели в стоимостную (приоритет отдается показателям стоимости компании) переводит мышление менеджмента из видения краткосрочной картины развития в долгосрочную.

Специфика эволюции стоимостных концепций связана с тем, что классическое представление о процессе эволюции основано на появлении новых подходов, являющихся более актуальными и совершенными, однако в контексте ценностно-ориентированного управления, данное условие не всегда выполняется: ранние концепции управления имеют большую сферу распространения, чем новые. Тем не менее, само становление ценностно-ориентированного управления прошло несколько этапов: на раннем этапе были заложены практические основы, а на более позднем - теоретические.

Таким образом, можно сформулировать некоторые особенности перехода от традиционной модели финансового управления к ценностно-ориентированной (в таблице 2).

Таблица 2 – Формулировка особенностей перехода от традиционной модели управления к стоимостной по критериям

№	Критерий	Традиционная модель	Ценностно-ориентированная модель
1.	Характеристика показателей	Краткосрочные	Долгосрочные
2.	База для расчета	Бухгалтерская (финансовая отчетность)	Бухгалтерская (финансовая отчетность), макроэкономические показатели, показатели фондового рынка.
3.	Горизонт планирования	Фактические показатели, ретроспектива	Фактические показатели, ретроспектива, перспектива
4.	Требуемая инвесторами доходность	Не учитывается	Учитывается в ставке дисконтирования

¹⁰⁸ Когденко В.Г. Корпоративная финансовая политика: особенности разработки и реализации/ В.Г. Когденко // Финансовая аналитика: проблемы и решения, 2013. - С. 2.

¹⁰⁹ Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / пер. с англ. Н. Барышниковой. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. 1008 с.

№	Критерий	Традиционная модель	Ценностно-ориентированная модель
5.	Основа для принятия управленческих решений	Отчетность предприятия	Аналитические отраслевые обзоры, стратегический план развития предприятия, анализ конкурентной среды, финансовая и нефинансовая отчетность предприятия
6.	Конечная цель управления	Максимизация прибыли предприятия	Максимизация стоимости предприятия

Составлено автором на основе: Е. А. Спиридонова «Оценка и управление стоимостью бизнеса: учебник и практикум для вузов»/Е. А. Спиридонова – Москва: Издательство Юрайт, 2023. - 257 с.

По мнению автора данного исследования, традиционные бухгалтерские показатели имеют ряд несовершенств, которые могли бы устраниться в стоимостной парадигме функционирования и учитывать в том числе современные рыночные условия хозяйствования. Этому есть несколько причин. Приведем некоторые ключевые недостатки использования традиционных бухгалтерских показателей¹¹⁰:

- прибыль отчетного периода не отражает реальные денежные средства компании, необходимые для создания акционерной стоимости;
- прибыль не учитывает риски финансового характера: в отчетности отражается показатель, который означает то, что «уже произошло», но не учитывает «что могло бы произойти»;
- специфика формирования финансовых результатов в бухгалтерской отчетности не учитывает требуемую инвесторами доходность на инвестированный капитал;
- при расчете стоимости компании учитывается потенциал ее роста, в то время как в бухгалтерскую прибыль закладываются события за прошедший период.

Таким образом, стоимостное финансовое управление представляет собой совокупность тактических целей в рамках финансовой политики компании, нацеленных на достижение стратегических целей в долгосрочной перспективе с учетом временного фактора.

VBM рассматривается И.В. Ивашковской как разносторонняя инновация, представляющая собой на концептуальном уровне новые принципы финансового анализа, путем отслеживания нового вида прибыли – экономической прибыли. При этом классические принципы современного финансового анализа и корпоративных финансов также воплощаются в новой системе управления.¹¹¹

¹¹⁰ Пурлик В.М. Управление компанией с ориентацией на рост стоимости бизнеса / В.М. Пурлик // Государственное управление. Электронный вестник. - 2018. - № 69. - С. 138.

¹¹¹ Ивашковская И. В. Управление стоимостью компании как инновация/ Корпоративные финансы: перспективы и реальность / И. В. Ивашковская // Управление стоимостью компании: сб. ст. участников Третьей междунар. конф.

В рамках ценностно-ориентированного менеджмента Д.Л. Волков представляет ценностно-ориентированное управление в виде 4-х ключевых модулей управления (рисунок 2): 1) оценивания (подбор адекватной модели оценки и соответствующих процедур измерения ценности); 2) стратегии (связь между ценностью компании и бизнес-стратегий); 3) финансов (описание финансовых политик, направленных на создание ценности); 4) корпоративного управления (согласование интересов собственников и менеджеров). Российские исследователи А. В. Потапов и И. Н. Ткаченко предлагают рассматривать ключевые модули по Д. Л. Волкову в комплексной взаимоувязке с такими факторами, как неопределенность, риск, доходность и конкуренция в целях учета особенностей влияния цикличности экономики и особенностей текущих условий хозяйствования.¹¹²

Д. Л. Волков предлагает рассматривать VBM через органично сочетающуюся между собой систему вышеперечисленных модулей, работающих на организационных уровнях и вносящих вклад в конечную стоимость компании)¹¹³:

- модуль оценивания призывает менеджмент определить модель оценки стоимости, измеряющую всевозможные факторы создания акционерной стоимости и возможности периодического отслеживания таких показателей с целью выявления факторов разрушения/создания стоимости для акционеров;

- модуль стратегии подразумевает принятие стоимостного мышления и стоимостной идеологии, заключающейся в следовании единой цели создания ценности в компании с учетом эффективности работы всех подразделений предприятия;

- модуль финансов затрагивает ключевые корпоративные финансовые политики фирмы, содержащие базовые предпосылки для создания ценности, то есть согласующиеся со стратегией повышения стоимости компании;

- модуль корпоративного управления охватывает задачи, связанные с решением агентской проблемы, когда интересы менеджеров и собственников могут не совпадать, что требует согласования через различные системы материального стимулирования менеджеров и работников.

молодых ученых / под науч. ред. Т. В. Тепловой; Гос. ун-т — Высшая школа экономики. — М.: Изд. дом ГУ ВШЭ. - 2006. — 256 с.

¹¹² Потапов А. В. Концепция ценностно-ориентированного менеджмента/ А. В. Потапов, И. Н. Ткаченко // Теория хозяйствования. Известия УрГЭУ. - 2010. - № 5 (31). - С. 37.

¹¹³ Волков Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты / Д. Л. Волоков // Высшая школа менеджмента СПбГУ. — СПб. Изд-во «Высшая школа менеджмента»; Издат. дом С.-Петербур. гос. ун-та., 2008. — С.27-36.



Рисунок 2 - Ключевые модули ценностно-ориентированного менеджмента по Д. Волкову¹¹⁴

По мнению автора диссертационного исследования, современные тенденции развития корпоративного сектора требуют создания комплексного подхода к ценностно-ориентированному управлению предприятием, охватывающего укрупненные группировки различных элементов воздействия. В качестве таких элементов в данном исследовании предполагается рассматривать следующие (рисунок 3).

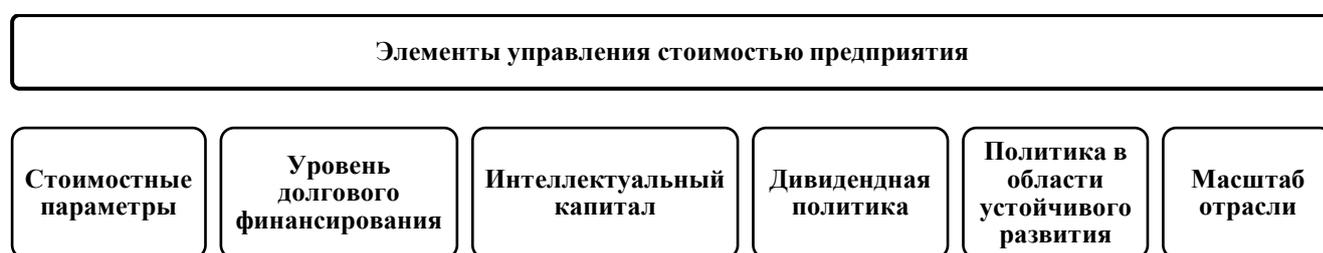


Рисунок 3. Схема ключевых элементов финансового управления стоимостью компании

Составлено автором

Данные элементы были сгруппированы в единой логике - по наиболее важным элементам управления предприятием. В рамках данных элементов предлагается наряду с существующими методами оценки финансовой деятельности компании предусмотреть разработку таких показателей, которые бы позволяли оценить наращивание ценности в компании. Вместе с тем стратегия исходит из стоимостных установок, связанных с фундаментальной и рыночной стоимостью компании.

Фундаментальная ценность компании преимущественно ориентирована на создание акционерной стоимости, а рыночная – на создание ценности для всех заинтересованных сторон, при этом мы не исключаем взаимовлияние первой стоимости на другую и их взаимосвязь: акционерная стоимость не должна противоречить целям стейкхолдеров. Финансовая политика основана на стоимостных установках и стратегии создания ценности для собственников и стейкхолдеров: в первом случае можно говорить о преимущественно традиционных показателях деятельности с поправкой на риск, а во втором имеет место анализ текущих и прогнозных стоимостных показателей.

¹¹⁴Волков Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. — 2-е изд. — Д. Л. Волоков; Высшая школа менеджмента СПбГУ. — СПб. Изд-во «Высшая школа менеджмента»; Издат. дом С.-Петерб. гос. ун-та, 2008. — С.26.

Остановимся поподробнее на выделенных автором ключевых элементах финансового управления стоимостью компании:

1. Стоимостные параметры

Позиция компании в наиболее общем смысле может быть определена на микро и макроуровнях. На микроуровне такую оценку может представить нам фундаментальная стоимость компании. С другой стороны, позиция компании на макроуровне, с позиции фондового рынка, может быть определена ее рыночной стоимостью. Поскольку стратегическое финансовое управление является составной частью корпоративного стратегического плана, который включает в себя оптимальные инвестиционные и финансовые решения, необходимые для достижения цели долгосрочного роста стоимости предприятия необходим охват укрупненных элементов создания стоимости. В связи с этим требуется определить детерминанты создания стоимости компании с точки зрения фундаментальных и рыночных оценок.

2. Уровень долговой нагрузки

Вместе с тем экономическая сущность рассмотренных трактовок понятия «финансовая политика» указывает на взаимосвязь корпоративной финансовой политики с ее финансовой стратегией. Долговая нагрузка предприятия является ключевым параметром, определяющим финансовую стабильность и дальнейшее стратегическое развитие, а также реализацию запланированных инвестиционных проектов. Так, одним из основных факторов принятия финансовыми институтами решения о выдаче новых заемных средств является уровень долговой нагрузки и возможность обслуживания долга.

3. Интеллектуальный капитал

В качестве возможного инструмента долгосрочного роста стоимости предприятия, содержащего признак конкурентного преимущества, особенно в условиях перехода экономики на рельсы инновационного развития, является интеллектуальный капитал. Его оценка складывается из человеческого, структурного и клиентского капиталов. Нарращивание интеллектуального капитала в компании требует выработки отдельных решений на уровне корпоративных документов стратегического планирования. Так, например, стимулирование развития человеческого капитала требует создания комплекса мероприятий для развития и обучения сотрудников (знания, навыки и творческие способности). Структурный же капитал предопределяет наличие на предприятии собственных результатов интеллектуальной деятельности, технических средств, программного обеспечения. В части клиентского капитала большое значение имеет работа с брендом предприятия, повышение имиджа и связей с основными клиентами и рынками сбыта продукции.

4. Дивидендная политика

В вопросах формирования рыночной стоимости одно из приоритетных мест должно уделяться дивидендной политике, которая обеспечивает формирование и распределение прибыли между акционерами. С позиции инвесторов большое значение имеет стремление снизить финансовый риск в отношении инвестируемых средств. Поэтому политика выплаты дивидендов снижает риск неопределенности инвесторов в отношении целесообразности и выгоды инвестирования. Так, предполагается, что в рамках стоимостного управления установленная внутренними документами дивидендная политика должна обеспечивать максимальную прозрачность для владельцев компании и иных заинтересованных лиц механизма определения размера и выплаты дивидендов. При этом дивидендная политика компаний (как на развивающихся, так и на развитых рынках) определяется следующими параметрами: эффективность деятельности, размер компании, перспективы развития.

5. Политика в части обеспечения устойчивого развития

Мировой вектор развития сегодня направлен на достижение глобальных целей в области устойчивого развития. Основным трендом в развитии современной экономики выступает концепция устойчивых финансов, в основе которой идея вовлечения компании в реализацию принципов устойчивого развития. Под устойчивым развитием понимается деятельность, направленная на развитие, не приносящая вреда последующим поколениям. Если на корпоративном уровне такая деятельность ведется, то результаты о ней публикуются в нефинансовой отчетности предприятия.

Политика компании в области экологической, социальной и корпоративной ответственности может находить отражение в нефинансовой отчетности предприятия, которая предоставляет пользователям отчетности «скрытую» ранее информацию о деятельности предприятия и перспективах развития с точки зрения влияния на достижение глобальных целей в области устойчивого развития.

6. Масштаб отрасли

Учет среднеотраслевых показателей развития отрасли, за счет которых происходит рост добавленной стоимости, может свидетельствовать о ключевых тенденциях ее развития и отраслевых драйверах развития. Отраслевая специфика в формировании рыночной стоимости предприятия характеризует возможности развития с точки зрения наращивания основных параметров, создающих добавленную ценность в отрасли. Такая информация предполагает более тщательный анализ предприятий-конкурентов и стратегий их развития.

Предлагаемый подход к финансовому управлению стоимостью компании требует выбора корректных показателей оценки, а также математического обоснования. В этой связи в данном исследовании будет предпринята попытка исследования фундаментальных и рыночных

детерминант создания ценности в компании в контексте ее долгосрочного стратегического развития. На основе математического обоснования такого подхода на примере отрасли обрабатывающей промышленности Российской Федерации представляется возможной его экстраполяция на прочие публичные предприятия отечественной экономики.

Первостепенным шагом в формировании комплексного стратегического управления компанией выступает оценка ее фундаментальной и рыночной стоимости компании, поскольку реализация всех других модулей напрямую зависит от возможности оценки компании. Поэтому далее будет проанализирована совокупность существующих подходов к оценке стоимости, в том числе с учетом отраслевых исследований автора.

1.3 Подходы к оценке стоимости в рамках VBM: преимущества модели остаточной чистой прибыли

Практическое применение ценностно-ориентированного менеджмента в контексте развития на отраслевом уровне подтверждается в научных работах начиная с 2000-х годов XXI века. Формированию ценностно-ориентированного менеджмента предшествует ряд фундаментальных работ, составивших основу современных научных исследований в области стоимостного управления. В рамках данной концепции применительно к публичным компаниям в контексте стоимостного управления возникает фундаментальная (акционерная) стоимость собственного капитала, на основе прогнозируемых поступлений, связанных с ним.¹¹⁵

Фактические и расчетные показатели стоимости компании теоретически находятся в тесной взаимосвязи, однако данное предположение четко прослеживается применительно к компаниям XIX–XX вв., когда существует взаимосвязь активов компании и генерируемой ей выручки. Но с появлением в XXI веке таких видов деятельности, где активы имеют «скрытый» характер (например, арендованное имущество, отраженное на балансе арендодателя, гудвил и прочее) некоторые показатели искусственно оказываются завуалированы, тем самым не прослеживается четкая взаимосвязь между активами компании и генерируемой ей выручкой.

Стоит отметить, что свою практическую актуальность и применимость концепция получила лишь в странах с развитой экономикой, а на развивающихся рынках и рынках с переходной экономикой носит лишь фрагментарный характер.

Подходы в рамках ценностно-ориентированного менеджмента направлены на максимизацию благосостояния акционеров, именно поэтому они и получили широкое

¹¹⁵ Волков Д. Л. Модели оценки фундаментальной стоимости собственного капитала: проблема совместимости / Д. Л. Волков // Вестник Санкт-Петербургского университета. - 2004. - Серия 8. - Менеджмент. - Вып. 3 (№24) - С.7.

распространение на развитых рынках с высокой долей публичных компаний на рубеже XX-XXI вв. Концепция ценностно-ориентированного менеджмента охватывает целый ряд задач, направленных на стратегическое развитие. Это, прежде всего, выбор адекватной модели оценки стоимости, мониторинг изменения ее стоимости, выявление драйверов ее развития, учет взаимосвязи с корпоративными стратегиями развития бизнеса, утверждение финансовых планов развития компании, разработка комплексной системы оценки результатов деятельности компании и инструментов мотивации сотрудников.

Первичная классификация VBM - показателей представлена Д. Волковым, который разделяет показатели на три группы в зависимости от расчетной базы показателя: а) основанные на бухгалтерских данных (оценках и показателях); б) основанные на денежных потоках; в) основанные на рыночных оценках. При этом возможны различные промежуточные варианты, когда показатель может включать смешанную базу. Выбор группы тех или иных показателей стоимости способствует переходу от стоимостной идеологии и стоимостного мышления к практическим аспектам стоимостного управления.

Автором представляется логичным заострить внимание на ключевых элементах оценки, а также проблематике выбора инструментов для ее оценки.

Фундаментальная ценность капитала характеризует внутреннюю стоимость предприятия, формирующуюся в результате различных видов деятельности компании. Далее под влиянием различных факторов, таких как взаимоотношения с инвесторами, компетентность работников, современные бизнес-процессы и т. д. она переходит в рыночную.¹¹⁶

Фундаментальная стоимость компании в терминах управленческой концепции отождествляется с акционерной и означает измерение прогнозной ценности капитала на основе всевозможных притоков и оттоков от актива.

Весомый вклад в создание теории ценностно-ориентированного менеджмента оказал Д. Л. Волков после публикации диссертационного исследования.¹¹⁷ Автором предложен комплексный инструментарий применительно к оценке стоимости компании, предусматривающий, с одной стороны, выбор способа оценки фундаментальной стоимости фирмы, а с другой, учет денежных потоков, создающих ценность компании. Данный инструментарий позволяет учитывать результирующие показатели, способы измерения и модели оценки. Измерение стоимости собственного капитала может осуществляться, по мнению автора, с использованием операционного или капитального подхода. Первый (операционный) предполагает расчет дисконтированной стоимости поступлений за минусом долговых обязательств. Второй

¹¹⁶ Кудина М. В. Фундаментальная и рыночная стоимость компании / М. В. Кудина // Российское предпринимательство. – 2010. - №1(2). - С.35.

¹¹⁷ Волков Д. Л. Модели оценки фундаментальной стоимости собственного капитала: проблема совместимости / Д. Л. Волков // Вестник Санкт-Петербургского университета. - 2004. - Серия 8. - Менеджмент. - Вып. 3 (№24) - С.7.

(капитальный) – основан на расчете дисконтированной стоимости будущих поступлений по ставке заданной доходности¹¹⁸. Что касается денежных притоков, то их роль могут выполнять будущие денежные потоки или потоки остаточного дохода фирмы (потоки прибыли).

В таблице 3 представлена первичная классификация моделей, которую предлагает Волков Д. Л. Автор разделяет модели в зависимости от представленных выше критериев оценки.

Таблица 3 – Традиционные подходы к оценке фундаментальной ценности собственного капитала по Д.Л. Волкову

		Подходы к оценке фундаментальной ценности собственного капитала	
		Операционный	Капитальный
Потоки, создающие ценность	Денежные потоки	Модели дисконтирования денежных потоков (Discounted Cash Flows Models — DCFM) в следующих двух формах:	
		Модель дисконтирования свободных денежных потоков (Discounted Free Cash Flows Model — DFCFM)	Модель дисконтирования дивидендов (Dividend Discount Model — DDM)
	Остаточная прибыль	Модели остаточной прибыли (Residual Income Models в следующих двух формах:	
		Модель дисконтирования остаточной операционной прибыли (Residual Operating Income Model — ReOIM)	Модель дисконтирования остаточной чистой прибыли (Residual Earnings Model — REM)

Источник: Волков Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. — 2-е изд. — Д. Л. Волоков; Высшая школа менеджмента СПбГУ. — СПб. Изд-во «Высшая школа менеджмента»; Издат. дом С.-Петербур. гос. ун-та, 2008. — С.26.

Обратим внимание, что, в зависимости от применяемых подходов к оценке стоимости компании (капитальный или операционный), модели оценки фундаментальной стоимости могут различаться. При использовании операционного подхода (operating approach), основывающегося на расчете суммы дисконтированных по определенной ставке будущих доходов за вычетом стоимости долговых обязательств, существует две модели оценки.

Первая модель (дисконтирования свободных денежных потоков, DFCFM), которая определяет фундаментальную стоимость капитала на основе дисконтированной стоимости денежных потоков, генерируемых за конкретный промежуток времени, широко используется практикующими оценщиками. Вторая модель (ReOI) калькулирует фундаментальную стоимость капитала через балансовую, полученную на момент оценки и превышающую собственный капитал на прирост фундаментальной ценности.

¹¹⁸Там же.

При использовании капитального подхода (capital approach), основанного на определении фундаментальной стоимости капитала путем дисконтирования будущих поступлений для акционеров, выделяются модели:

- дисконтирования дивидендов (DDM), которая была предложена Дж. Уильямсом в первой половине XX в. Ее теоретическому развитию и практическому применению были посвящены работы Е. Шапиро, М. Гордона. Логика модели ее приверженцы определяют тем, что стоимость акции должна соответствовать дисконтированной стоимости поступлений, которые ожидаются от нее.

- остаточной чистой прибыли (REM), логика которой идентична ReOI, лишь с одной поправкой – здесь балансовая стоимость капитала – это бесконечный поток остаточных чистых прибылей.¹¹⁹

Необходимо также принимать во внимание, что фундаментальная стоимость компании составляет основу ее рыночной стоимости. Формирование рыночной стоимости происходит за счет влияния различных внешних факторов на фундаментальную стоимость капитала.¹²⁰

Исходя из проведенного теоретического анализа, для сопоставления расчетных и фактических показателей стоимость будет рассчитана по модели дисконтирования остаточной чистой прибыли (Residual Earnings Model REM). Основоположниками направления исследований в области развития модели остаточной чистой прибыли были Джеймс Олсон (James Ohlson), Эдгар Эдвардс (Edgar Edwards) и Филипп Белл (Philip Bell). В научной литературе встречается альтернативное название – модель Эдвардса-Белла-Олсона. В параграфе 2.3. представлена подробная формулировка моделей для проведения дальнейшего исследования.

С.В. Валдайцев различает два временных варианта расчета остаточной стоимости в зависимости от момента оценки. В первом случае речь идет об оценке с текущего периода в год проведения оценки, а во втором – о будущей оценке, т. е. году, увеличенному на единицу.¹²¹ В данном исследовании мы исходим из стоимостных оценок на текущий момент времени для каждого рассматриваемого года в динамике за несколько лет.

Сегодня в отечественной и зарубежной практике используется различное множество моделей для оценки стоимости компаний, которые не всегда могут быть применимы с точки зрения специфики того или иного бизнеса. Тем более, что опыт применения современных зарубежных методов оценки стоимости компании дает достоверные результаты при

¹¹⁹Волков Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. — 2-е изд. — Д. Л. Волоков; Высшая школа менеджмента СПбГУ. — СПб. Изд-во «Высшая школа менеджмента»; Издат. дом С.-Петерб. гос. ун-та, 2008. — С.27-36.

¹²⁰Грэм Б. Разумный инвестор: Полное руководство по стоимостному инвестированию / Б. Грэм // Дополнения и комментарии Джейсона Цвейга. М.: Альпина Паблишер, 2020. – 568 с.

¹²¹Валдайцев С.В. Оценка бизнеса: учебник–3-е изд., перераб. и доп./ С.В. Валдайцев // М.: ТК Велби, Издательство Проспект, 2008. – 576 с.

минимальных затратах как на внедрение, так и на сбор и обработку информации. В связи с этим необходимо подчеркнуть, что выбранная автором диссертационного исследования модель оценки стоимости компании наиболее полно учитывает стоимостные показатели.¹²²

Стоит отметить *преимущества модели остаточной чистой прибыли* перед другими методами оценки стоимости в рамках VBM.

1. Модель остаточной чистой прибыли сочетает в себе разновидности традиционных способов оценки стоимости. Это позволяет оценить стоимость компании не только на конкретный момент времени, но и учесть в нем будущие риски, связанные с деятельностью в данной отрасли, стране или на фондовой бирже. В расчете ставки дисконтирования имеет место определенный субъективизм, так как аналитики компании могут рассчитывать ставку дисконтирования исходя из наилучших практик, инвестиционных предпочтений, различной информационно-аналитической базы. Практикующие оценщики часто используют в качестве ставки требуемой доходности на капитал расчет на основе модели ценообразования капитальных активов. Однако выработка конкретного алгоритма расчета показателей, основанных на общедоступных источниках данных делает данный способ оценки менее трудоемким перед существующими.

2. Очевидным преимуществом модели перед другими является простота расчетов. Технически все необходимые данные для расчетов возможно выгрузить из открытых данных публикуемой финансовой отчетности предприятий, информационно-аналитических источников об общеотраслевых и рыночных показателях на официальных сайтах агентств. Расчет остаточной чистой прибыли не представляется весьма трудоемким, поскольку основан на общедоступных данных публичной финансовой отчетности, открытых баз данных и информационно-аналитических источников.

3. Расчет сверхприбыли показывает периоды, в которых стоимость предприятия создается и разрушается. Эта информация призывает менеджмент к принятию решений по обеспечению требуемой рынком доходности. В целях минимизации будущих потерь такой мониторинг компонент модели поможет менеджменту своевременно выработать новые управленческие решения в контексте стоимостного управления. В целом фирма с применением данного показателя может формировать представление о тех периодах, в которых наблюдается создание и разрушение стоимости компании, что в перспективе оказывает влияние на формирование будущих стратегических целей.

¹²² Чупанова Х. А. Взаимосвязь рыночной капитализации с показателями стоимости высокотехнологических компаний / Х. А. Чупанова // Экономика, предпринимательство и право. – 2019. – Том 9. – № 3. – С. 191–206.

Выводы по главе 1

Проведенный в данной главе теоретический анализ концепции ценностно-ориентированного менеджмента позволяет сформулировать ряд важных для развития теоретических направлений исследований в области финансового менеджмента предприятий научных выводов:

- В данной главе представлен авторский подход к периодизации эволюционного развития понятия «стоимость компании» через этапы развития экономических теорий. Современную трактовку понятия «стоимость компании» в применении к финансам корпораций формируют признаки, существовавшие еще в Древней Греции и Древнем Риме. В ее основе содержатся ключевые стоимостные теории, возникшие в классическом периоде и впоследствии вошедшие в основу неоклассической экономической теории, в рамках которой и произошло научное осмысление понятия «стоимость компании» в связи с бурным развитием финансовой науки и весомого значения частного капитала в экономике, а также предприятий в роли хозяйствующих субъектов, формирующих основу экономических отношений, а начало становления финансовой науки и стоимостной теории относится к работам А. Маршалла, Г. Марковица, А. Раппопорта, Т. Коупленда, Т. Коллера, Дж. Муррина, Г. Арнольда и др.
- Представлены особенности трансформации традиционной бухгалтерской модели к стоимостной, отражающие переход тактических целей фирмы в стратегические долгосрочные планы.
- В рамках ценностно-ориентированного менеджмента автором предложены ключевые элементы управления стоимостью предприятия, охватывающие фундаментальные и рыночные оценки.
- Выделены преимущества модели остаточной чистой прибыли перед другими методами оценки: сочетание традиционных методов оценки стоимости, простота расчетов и оперативность отслеживания показателей создания ценности на всех уровнях.

ГЛАВА 2. ФИНАНСОВОЕ УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ НА ОСНОВЕ ОЦЕНКИ ВЛИЯНИЯ ДЕТЕРМИНАНТ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

2.1 Металлургическая отрасль: текущее состояние и направления развития

Металлургическая отрасль в России представляет собой часть обрабатывающей промышленности, занимающей одно из ведущих мест среди отраслей российской экономики. Metallurgy обеспечивает страну такими важнейшими продуктами как чугун, сталь, прокат, цветные металлы, а также их многочисленными сплавами, тем самым определяет экономический потенциал страны.

Отрасль является одной из системообразующих для российской экономики, поскольку обеспечивает необходимым для производства сырьем другие индустрии. Она является одной из ключевых отраслей России и вносит существенный вклад в экономику страны. А большинство предприятий отрасли являются градообразующими, тем самым определяют стабильность развития многих регионов страны.

Происходящие макроэкономические шоки и кризисные явления диктуют необходимость пересмотра стратегических ориентиров развития металлургических предприятий. Актуальность исследования стратегических факторов развития металлургической отрасли вызвана, прежде всего, ее межотраслевой спецификой, влияющей на развитие других отраслей отечественной экономики.

«Совокупный вклад металлургического производства в ВВП Российской Федерации не превышает 5 процентов, в ВДС – 17 процентов. Что касается внешних рынков, то в совокупном экспорте металлургия занимает 10 процентов, а в конкретно обрабатывающей промышленности – около 29 процентов, что демонстрирует экспортную направленность данного вида производств обрабатывающей промышленности. Вклад в трудовые ресурсы страны составляет около 2,6 процента. На мировой арене Россия занимает 2 место по производству стальных труб и алюминия, 3 – титана».¹²³

Отечественная металлургическая отрасль в 2022 году столкнулась с серьезными проблемами и вызовами. Прежде всего, ограничение экспорта российской продукции в

¹²³Распоряжение Правительства РФ от 28 декабря 2022 г. № 4260-р «Об утверждении Стратегии развития металлургической промышленности РФ на период до 2030 г.» [Электронный ресурс]. - Режим доступа: URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/405963845/>

недружественные страны, переориентация поставок в дружественные страны, а также необходимость быстрой переориентации на внутренний рынок.

Стоит подчеркнуть, что потеря российскими металлургами основных рынков сбыта оказала существенное влияние на дальнейшее развитие отрасли, в том числе и на цены на цветной и черный металл.¹²⁴ Основной причиной негативного влияния на отрасль явилось прежде всего закрытие рынков сбыта российских металлов в недружественные страны, что сделало необходимым для предприятий осуществить поиск возможностей быстрой переориентации на отечественный рынок. В условиях существенного сокращения экспорта продукции металлургической отрасли ключевую роль приобретают масштабные металлоёмкие проекты инфраструктурной направленности в транспорте, энергетике, строительстве и т.д.

Ключевые направления развития металлургической отрасли России на долгосрочную перспективу закреплены на государственном уровне в документе стратегического планирования, утвержденном распоряжением Правительства Российской Федерации от 28 декабря 2022 г. № 4260-р «Стратегия развития металлургической промышленности Российской Федерации до 2030 года» (далее – Стратегия)¹²⁵.

В числе основных целей, направленных на развитие металлургической отрасли в Стратегии указаны такие, как: увеличение потребления металлопродукции на отечественном рынке, повышение уровня его переработки, а также бесперебойное обеспечение предприятий критически важным сырьем.

Достижение указанных целей естественным образом должно способствовать развитию российских предприятий данной отрасли. Меры поддержки отрасли, оказываемые на государственном уровне, будут способствовать притоку инвестиций на предприятия.

Вместе с тем следует стимулировать занятость в отрасли путем формирования совершенной модели молодежной политики с учетом ключевых вызовов и тенденций, связанных с молодежным рынком труда, а также соответствующих проблем, требующих решения в средне- и долгосрочной перспективе. Необходимо однозначно понимать стратегические цели, задачи, действенные инструменты и приоритеты развития государственной поддержки молодежной политики, отвечающие современным условиям молодежного рынка труда и их заинтересованности в приобретении знаний и навыков в сфере промышленности.¹²⁶

¹²⁴ Меры поддержки металлургической отрасли в 2023 году [Электронный ресурс] .- Режим доступа: URL: <https://gebelpartners.com/articles/mery-podderzhki-metallurgicheskoy-otrasli-v-2023-godu/?ysclid=lmq2mzqfdc264194291> (дата обращения: 19 сентября 2023 г.)

¹²⁵ Распоряжение Правительства РФ от 28 декабря 2022 г. № 4260-р «Об утверждении Стратегии развития металлургической промышленности РФ на период до 2030 г.» [Электронный ресурс]. - Режим доступа: URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/405963845/>

¹²⁶ Чупанова Х. А. Причины безработицы на современном рынке труда и пути ее преодоления / Х. А. Чупанова // Вестник РМАТ. - 2018. - № 4. - 2018. - С.44.

Большое значение в современных условиях функционирования предприятия приобретает его способность удовлетворять внутренний спрос высококачественной продукцией в возможно короткие сроки, тем самым становится главным конкурентным преимуществом организаций. Данная проблематика находит решение во внедрении эффективной системы управления цепочками поставок, в том числе управление операциями, закупками, производством, информационными технологиями и логистикой. В части оптимизации бизнес-процессов отметим, что на сегодняшний день отрасли стремительно совершенствуют бизнес-процессы, в том числе с применением искусственного интеллекта, что позволяет более эффективно выстроить производственные процессы, улучшить планирование закупок, а также активно управлять закупочными рисками.¹²⁷

Стоит отметить, что удержание позиций российских компаний на зарубежных рынках, являющейся одной из ключевых задач Стратегии, требует выработки обоснованных рекомендаций, совершенствование существующих методов и подходов к эффективному управлению предприятиями с учетом общеотраслевых и мировых тенденций развития отрасли.

Являясь крупнейшим производителем, Китай также является крупнейшим экспортером стали, страна также является одной из ведущих стран-импортеров ввиду высокого спроса указанную продукцию (рисунок 4). В 2021 году Китай был ведущей страной происхождения по экспорту стали, экспортировав 66,2 млн тонн своей продукции. Это значительно превысило уровень экспорта в остальных странах, включая Японию, которая заняла второе место, отгрузив 33,8 млн тонн стали.

Китай обладает крупнейшей в мире сталелитейной промышленностью, производящей около половины всей сырой стали, производимой в мире. За последние несколько десятилетий сталелитейная промышленность значительно расширилась и по-прежнему контролирует большую часть мирового производства стали. По данным Statista, в 2021 году шесть из десяти крупнейших сталелитейных компаний были китайскими.

¹²⁷ Chupanova Kh. Supply Chain Management Concept and Digital Economy: Digital Supply Chain Technological Innovation // Kh.A. Chupanova, Y. Otrokov, N. Mosina, V. Sekerin, A. Zharov, S. Garnik//Indian Journal of Economics and Development. - 2021. - Volume 17. - No. 4. – pp. 928-933.

Ведущие мировые экспортеры стали в 2021 году в разбивке по странам (в миллионах метрических тонн)

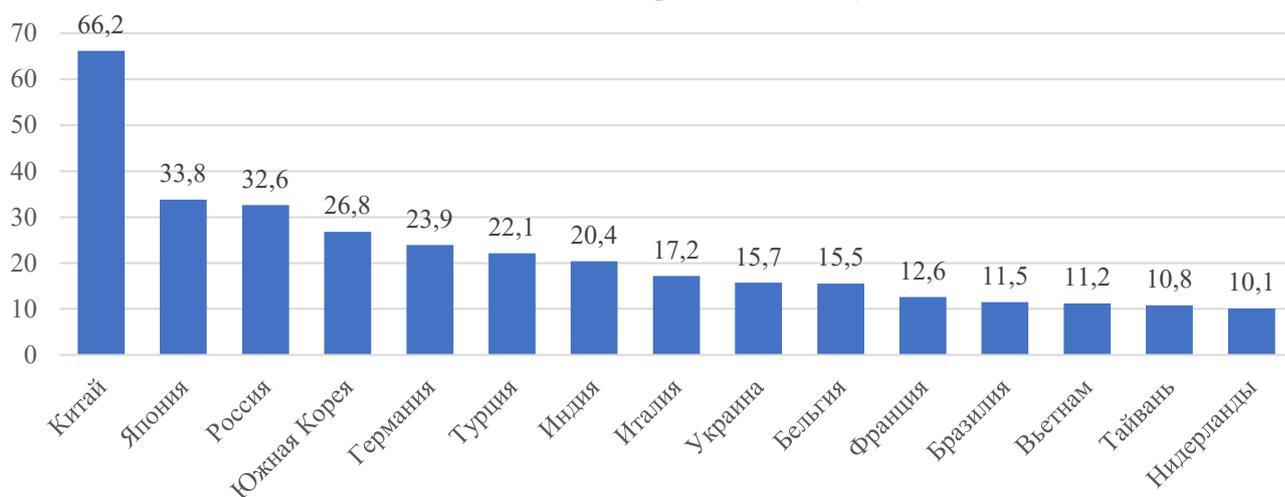


Рисунок 4 - Ведущие мировые экспортеры стали в 2021 году в разбивке по странам (в миллионах метрических тонн)

Составлено автором по данным Statista.

В странах бывшего СССР крупнейшим производителем сырой стали является Россия с объемом производства почти 71,5 млн тонн в 2022 году, за которой следовала Украина с примерно 6,3 млн тонн. Производство сырой стали в Казахстане заняло третье место, превысив 4,1 тыс. тонн в 2022 году. Остальные страны (Беларусь, Узбекистан, Молдова, Азербайджан) занимали незначительную долю в общем объеме производства.

Общий объем производства сырой стали в отдельных странах бывшего СССР с 2018 по 2022 год (в 1000 метрических тонн)



Рисунок 5 - Общий объем производства сырой стали в отдельных странах бывшего СССР с 2018 по 2022 год (в 1000 метрических тонн)

Составлено автором по данным Statista

По данным Statista, в 2021 году Россия экспортировала чугуна и стали на сумму около 29 млрд долл. (что на 45% (2020: 16 млрд долл.) выше уровня предыдущего года). Объем экспорта в 2021 году был самым высоким за период с 2011 по 2021 гг.



Рисунок 6 - Стоимость экспорта чугуна и стали из России с 2011 по 2021 год (в миллиардах долларов США)

Составлено автором по данным Statista.

Ведущим направлением экспорта российской металлопродукции была Турция. В 2021 году Россия экспортировала в Турцию чугун и сталь на сумму почти 4,1 млрд долл. Другими популярными направления экспорта металлопродукции были: Мексика - 2,4 млрд долл., Бельгия - 2,3 млрд долл., Беларусь - 1,9 млрд долл.

Стоимость экспорта чугуна и стали из России в 2021 году по направлениям (в млн долларов США)

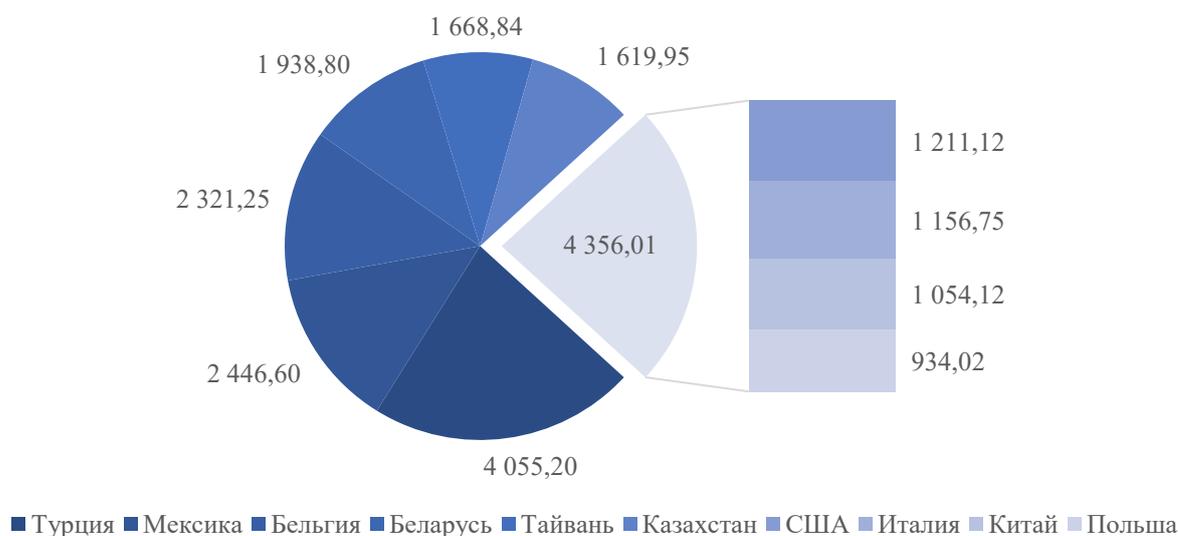


Рисунок 7 - Стоимость экспорта чугуна и стали из России в 2021 году в разбивке по пунктам назначения (в миллионах долларов США)

Составлено автором по данным Statista.

По данным Statista, российский импорт чугуна и стали в 2021 году превысил 5,9 млрд долл., что на 59 % выше по сравнению с предыдущим годом и на 18 % по сравнению с 2019 годом. За последнее десятилетие самый высокий объем импорта этой товарной группы в Россию был зафиксирован в 2012 году на уровне около 6,4 млрд долл.

Стоимость импорта чугуна и стали в Россию с 2011 по 2021 год (в миллиардах долларов США)

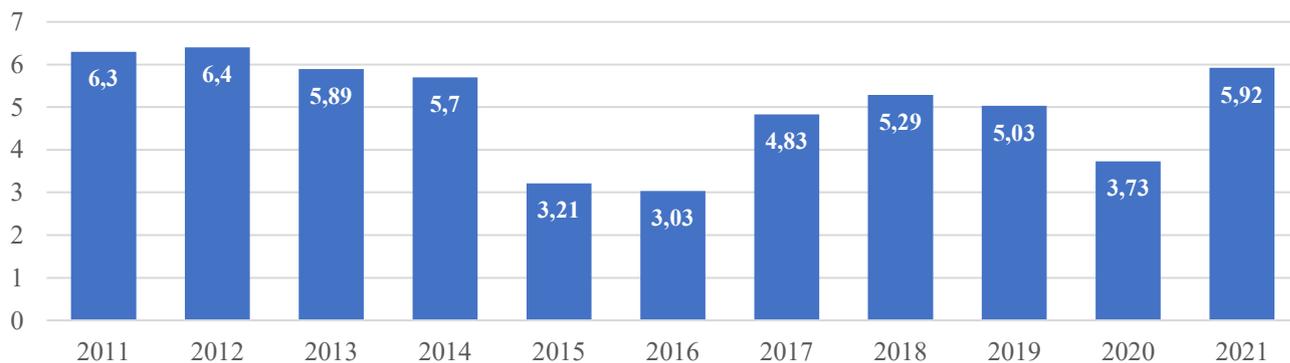


Рисунок 8 - Стоимость импорта чугуна и стали в Россию с 2011 по 2021 год (в миллиардах долларов США)

Составлено автором по данным Statista.

Казахстан был ведущим импортером чугуна и стали России. В 2021 году Россия импортировала из Казахстана чугун и сталь на сумму почти 1,9 млрд долл. Украина заняла второе место по стоимости импорта, превысив млрд долл., за ней следуют Китай и Южная Корея.

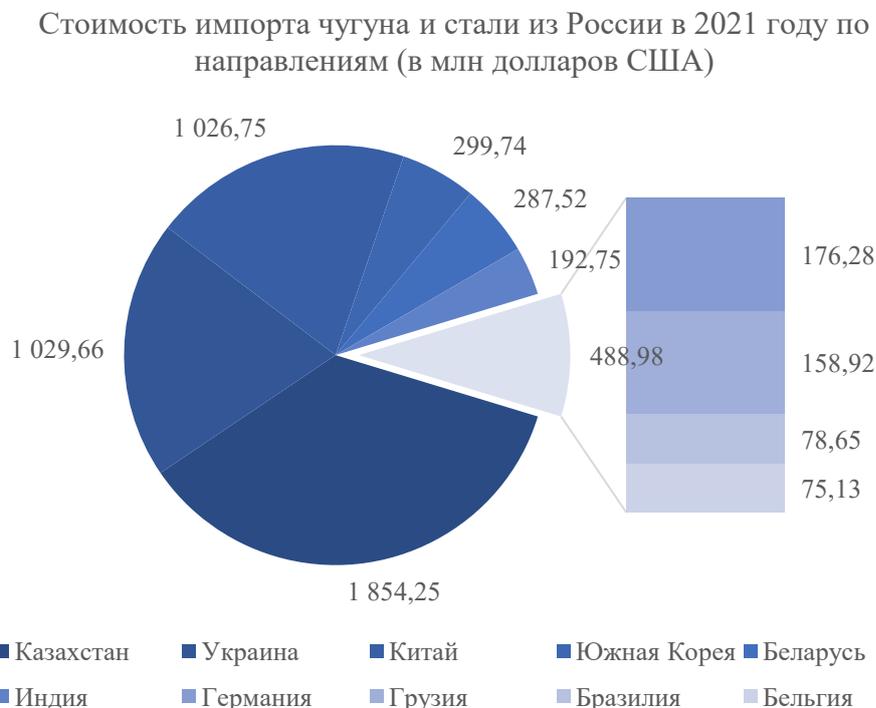


Рисунок 9 - Стоимость импорта чугуна и стали в Россию в 2021 году в разбивке по странам происхождения (в миллионах долларов США)

Составлено автором по данным Statista.

Таким образом, отраслевая статистика показывает то, что металлургическая отрасль помимо внутреннего производства, закрывающего потребность смежных отраслей экономики, имеет спрос на зарубежных рынках и является в том числе экспортоориентированной.

Металлургические предприятия России: ключевые траектории развития¹²⁸

Одной из ведущих российских металлургических компаний¹²⁹ выступает ПАО «Новолипецкий металлургический комбинат» (далее – НЛМК), который по итогам 2021 года произвел 17 млн тонн стали. Вторым по объему производства крупнейшим предприятием отрасли является ПАО «Магнитогорский металлургический комбинат» (далее – ММК) с объемом производства около 14 млн тонн. Третьим ведущим производителем был ЕВРАЗ с объемом

¹²⁸ Для сопоставления предприятий по объему выручки использованы данные 2021 года, поскольку финансовые результаты большинства предприятий по решению Руководства не были опубликованы в 2022 г.

¹²⁹ В контексте данного исследования понятие «компания» и «предприятие» являются синонимами.

производства – 13,57 млн тонн (штаб-квартира ЕВРАЗ находится в Великобритании, однако компания была основана в России, которая и была одним из основных регионов ее сталелитейной деятельности).

Ведущие сталелитейные компании России в 2021 году по объему производства (в миллионах метрических тонн)

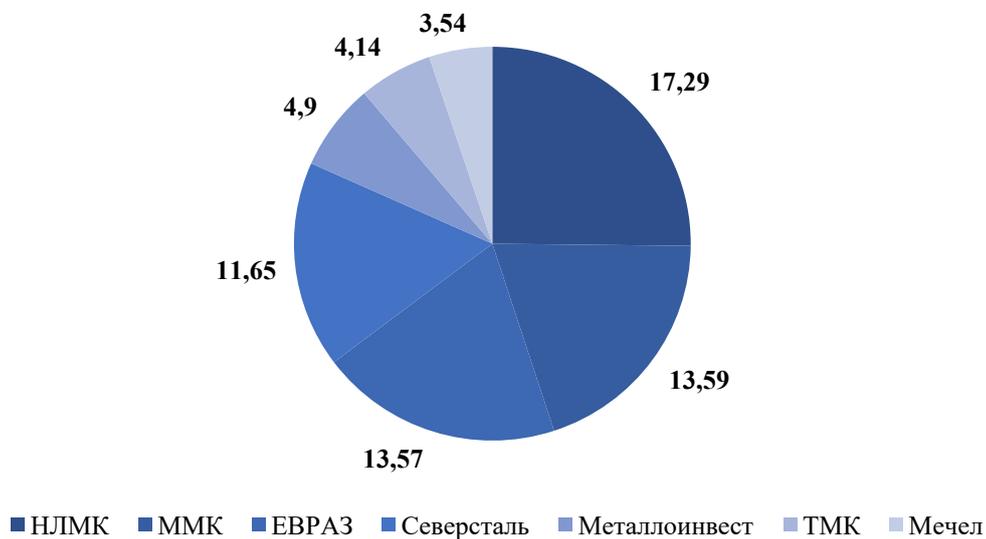


Рисунок 10 - Ведущие сталелитейные компании России в 2021 году по объему производства (в миллионах метрических тонн)

Составлено автором по официальным данным информационно-аналитической базы данных Statista.

Металлургические предприятия на фондовом рынке демонстрируют устойчивую взаимосвязь с рентабельностью собственного капитала предприятий (рисунок 11).

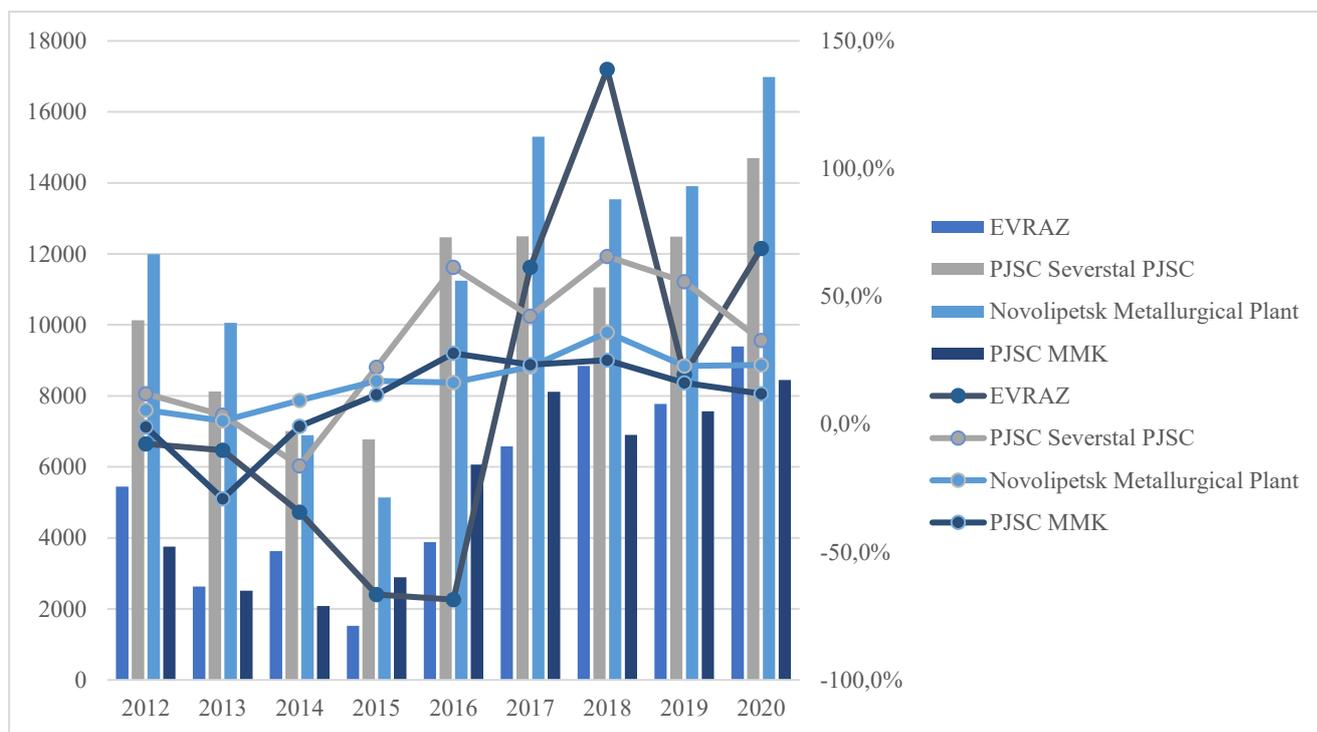


Рисунок 11 - Динамика рыночной капитализации и рентабельности собственного капитала российских металлургических предприятий

Составлено автором по данным Refinitiv Eikon.¹³⁰

Динамика рентабельности инвестированного капитала зависит в основном от эффективности решений, принимаемых в различных видах деятельности предприятия (например, операционной и маркетинговой деятельности). Так, неэффективный контроль над операционными расходами, в частности, в сфере производства может снизить операционную прибыль и рентабельность инвестированного капитала.¹³¹

Глобальные изменения международных отношений в контексте санкционного давления недружественных стран формируют новые задачи перед отраслью, среди которых выделяется удержание позиции российских компаний на зарубежных рынках и удовлетворение внутреннего спроса качественным сырьем и материалами. По данным группы Мечел, ребалансировка мирового рынка сырьевых товаров в 2023 году завершилась, а ключевыми игроками на рынке стали Китай и Индия, при этом высокий спрос на металлопродукцию фиксируется в странах Азиатско-Тихоокеанского региона.¹³²

По итогам 11 мес. 2023 г. наблюдается рост металлургического производства (код ОКВЭД 24. «Производство металлургическое») на +3,7% г/г (рисунок 12). В ноябре 2023 года объем

¹³⁰ Калайда С.А. Теоретические основы формирования категории «стоимость компании» и современные практические аспекты ценностно-ориентированного управления / Калайда С.А., Чупанова Х. А. // Экономика, предпринимательство и право. – 2024. – Том 14. – № 6. – С. 3243–3262.

¹³¹ Мельник М. В. Рентабельность инвестированного капитала в системе анализа цепочки создания стоимости/ М.В. Мельник, В.Г. Когденко//Экономический анализ. – 2010. – 9(174). – С. 9.

¹³² Официальный сайт группы Мечел. URL: <https://mechel.ru/press/releases/mechel-reports-2023-operational-results/> (дата обращения: 9 апреля 2024 года).

отгруженных товаров в производстве чугуна, стали и ферросплавов возрос на 35% г/г, стальных труб, полых профилей и фитингов на 14,1% г/г, прочих стальных изделий первичной обработкой на 46,1% г/г, в производстве основных драгоценных металлов и прочих цветных металлов на 14,2% г/г, также растет отгрузка в литье металлов на 9,7% г/г.

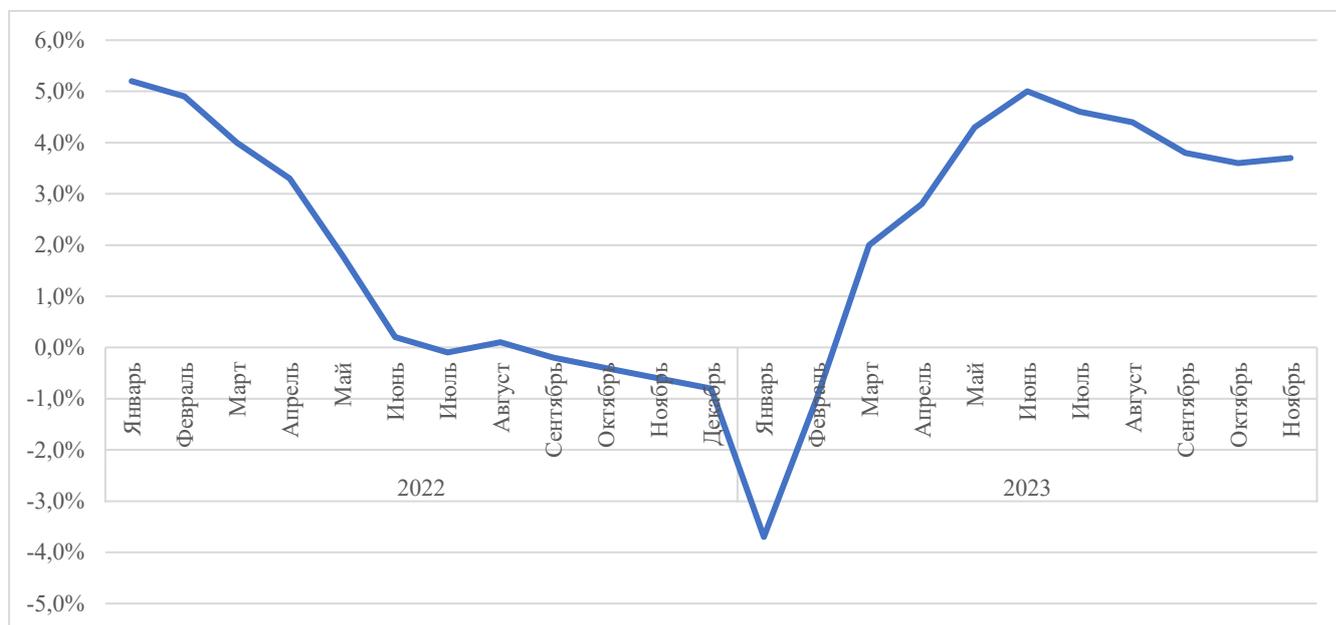


Рисунок 12. - Индекс металлургического производства.

Источник: официальные данные Росстата.

Отметим, что отраслевая специфика, по оценкам российских ученых, может оказывать влияние на тренды инвестиционной активности предприятий¹³³. При этом также наблюдается тенденция существенного влияния государственных капиталовложений в экономику, которые и являются драйвером инвестиционной активности предприятий при условии жесткого контроля проектов, принятых к исполнению.¹³⁴ Тем не менее, инвестиционная активность предприятий является одним из важнейших факторов экономического роста страны. Проблемам активизации инвестиционных процессов в российской экономике уделяется пристальное внимание и требует в современных условиях выработки конкретных шагов по проведению структурных реформ, направленных на «улучшение делового климата и качества национальной юрисдикции», «снятие инфраструктурных ограничений».¹³⁵

¹³³ Львова Н. А. Гипотеза о влиянии отраслевых циклов на инвестиционную активность российских предприятий. Экономика предприятий, регионов и отраслей / Львова Н. А., Абрамишвили Н.Р. - 2019. - №5 (119). – Часть II. – С. 66 -71.

¹³⁴ Федорова Т. А. Влияние глобальной финансовой системы на инвестиционную активность российского бизнеса / Т. А. Федорова // Экономика предприятий, регионов и отраслей. - 2019. - №5 (119). – Часть II. – С. 8–14.

¹³⁵ Иванов В. В. Инвестиционная активность российских компаний: тренды и драйверы // В. В. Иванов // Научные труды Вольного экономического общества России. – 2019. - Том 218. - С. 581–588.

По данным Всемирной ассоциации стали, выделяются следующие направления использования стали¹³⁶:

1) автомобилестроение: в среднем на 1 транспортное средство расходуется 900 кг стали, из них 40% - используется в конструкции кузова, панелях, дверях и крышках багажника для обеспечения высокой прочности и поглощения энергии в случае аварии, 23% - приходится на трансмиссию, состоящую из чугуна для блока цилиндров и обрабатываемой углеродистой стали для износостойких шестерен, 12% - приходится на подвеску, использующую прокатанную высокопрочную стальную полосу, а остальное находится в колесах, шинах, топливном баке, рулевом управлении и тормозных системах;

2) строительство: 25% используемой в зданиях стали занимают конструкционные секции, которые обеспечивают прочный каркас здания; около 44% составляют арматурные стержни, сталь используется, потому что она хорошо сцепляется с бетоном, имеет аналогичный коэффициент теплового расширения и является прочной и относительно экономичной, 31% приходится на листовую продукцию, такую как кровля, обрешетка, внутренние стены, потолки, облицовка и изоляционные панели для наружных стен;

3) энергетика: сталь имеет и будет иметь решающее значение для обеспечения мира энергией, будь то на основе ископаемого топлива, ядерных технологий или возобновляемых источников, таких как ветер, солнечная или геотермальная энергия.

4) консервирование пищевых продуктов: продукты консервируются с помощью технологий обработки под высоким давлением, которые убивают бактерии. В качестве внешней упаковочной среды стальные банки не требуют охлаждения в цепочке поставок, что упрощает логистику и хранение, а также экономит энергию и затраты. Стальная упаковка обеспечивает 100% - ную защиту от света, воды и воздуха и является наиболее устойчивым к вскрытию вариантом упаковки пищевых продуктов, доступным на сегодняшний день. Продлевая срок годности продукта, стальные банки увеличивают сроки годности к реализации и использования, тем самым сокращая количество отходов. Относительно высокая теплопроводность стали означает, что консервированные напитки охлаждаются гораздо быстрее, чем напитки в стеклянных или пластиковых бутылках.

5) перевозки и транспорт: примерно 16% всего объема производства стали в мире направляется на транспортные потребности общества. Данный материал крайне необходим при создании соответствующей транспортной инфраструктуры: дорог, мостов, портов, вокзалов, аэропортов и заправки топливом:

¹³⁶ World Steel Association. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: <https://worldsteel.org/steel-topics/steel-markets/>

- стальные суда перевозят 90% грузов в мире. По оценкам экспертов, мировой контейнерный флот насчитывает 17 миллионов контейнеров различных типов и большинство из них изготовлены из стали;
- сталь составляет 15% массы высокоскоростных поездов и является незаменимой в данном производстве. Основными стальными компонентами поездов являются тележки (конструкция под поездами, включающая колеса, оси, подшипники и двигатели), а грузовые вагоны почти полностью изготавливаются из стали;
- сталь используется в мостах, туннелях, железнодорожных путях и при строительстве таких зданий, как заправочные станции, железнодорожные вокзалы, порты и аэропорты. Около 60% стали, используемой в инфраструктуре, приходится на арматуру. Остальное — это секции и железнодорожные пути.

Для решения задач повышения конкурентоспособности металлургических предприятий на международном уровне и создания ими качественной продукции, способной удовлетворить как внешний, так и внутренний спрос, предлагается использовать инструментарий, сочетающий учет фундаментальной и рыночной стоимости компании, а также внешние и внутренние факторы ведения хозяйственной деятельности.

Разработка комплекса эффективных управленческих решений предопределена прежде всего турбулентностью развития отечественных отраслей, уязвимых к факторам внешней и внутренней среды. Такие условия вынуждают предприятия менять свои бизнес-процессы и устанавливать ориентиры стратегического развития с учетом перехода от краткосрочных к долгосрочным целям.¹³⁷

Проведение комплексного анализа стоимостной специфики и факторов влияния на стоимость металлургических компаний позволит выявить драйверы развития отрасли, а также экстраполировать результаты исследования на другие отрасли обрабатывающей промышленности, поскольку развитие предприятий обрабатывающей промышленности в России имеет схожие тенденции, особенно в текущих экономических и геополитических условиях.

В этой связи предполагается разработка комплексного методического подхода к управлению стоимостью компании, который предполагает следующее.

Во-первых, совершенствование существующих подходов к оценке фундаментальной стоимости компании в условиях ценностно-ориентированного управления с учетом введения с

¹³⁷ Кириллина В. Н. Обзор исследования «Оценка корпоративного управления в публичных акционерных обществах с участием Российской Федерации, акции которых обращаются на организованном рынке ценных бумаг» / В. Н. Кириллина // Журнал «Бизнес, Общество, Власть». - 2018. - № 1 (27). - С. 8.

одной стороны, критерия эффективности ценностно-ориентированного управления, апеллирующего к модели остаточной чистой прибыли, а с другой - критерия динамичности стратегического роста предприятия.

Во-вторых, разработка эконометрической модели взаимосвязи рыночной стоимости компании (согласующейся с ее фундаментальной стоимостью) с финансовыми и нефинансовыми факторами (в том числе внутренними и внешними факторами) деятельности предприятий металлургической отрасли.

Далее в работе представлена логика и апробация указанных предложений на примере металлургических предприятий.

Специфика мировой металлургической отрасли характеризуется межотраслевым характером, длинным циклом производства, масштабами и сложностью технологического процесса. Металлургия является материалоемкой отраслью за счет осуществления переработки полиметаллического сырья, имеющего сложный вещественный состав. Вместе с тем отрасль характеризуется высокой энергоемкостью, трудовыми затратами, высокой экологичной опасностью, а также наукоемкостью.

Вместе с тем результаты исследования могут успешно применяться на практике других отраслей, имеющих схожие бизнес-процессы, структуру капитала и стратегические ценности. Данная задача является весьма перспективной, поскольку рост стоимости предприятий страны выступает залогом укрепления роли государства на мировой арене, повышения удовлетворенности собственников, что в определенной мере может привести и к повышению благосостояния домашних хозяйств.¹³⁸

Внедрение ценностно-ориентированного управления для любого предприятия эффективно лишь в том случае, когда рыночная стоимость коррелирована с экономической прибылью.

2.2 Развитие методики оценки фундаментальной стоимости компании на основе модели остаточной чистой прибыли

Оценка фундаментальной ценности с применением модели остаточной чистой прибыли осуществляется согласно количественному измерению капитала по балансовой стоимости компании и стоимости остаточной чистой прибыли, дисконтированной с учетом временной ценности капитала. Экономический смысл модели базируется на широко известной концепции

¹³⁸ Сулова М. А. Ценностно-ориентированный менеджмент для российских промышленных предприятий в условиях высокой волатильности / М. А. Сулова // Известия Юго-Западного государственного университета. Серия: Экономика. Социология. Менеджмент. - 2023. №13(3). – С. 296.

экономической прибыли А. Маршалла¹³⁹. Исторически модель остаточной прибыли связывают с работой Е. Эдвардса и П. Белла, ее дальнейшее развитие связано с именами исследователей, представляющих научную школу Калифорнийского университета, а позднее Колумбийского. Ярким представителем данного направления является Дж. Олсон.¹⁴⁰ Основу теоретической базы модели составляют исследования М. Миллера, Ф. Модильяни, Е. Фамы.¹⁴¹

Фундаментальные научные исследования в области развития концепции ценностно-ориентированного менеджмента были заложены в рамках неоклассической научной школы. Ключевые работы и их вклады в развитие научного направления представлены в таблице 4.

Таблица 4 – Фундаментальные научные исследования в разрезе ключевых научных достижений в исследуемой проблематике

№	Автор/Авторы	Название	Вклад в развитие научного направления
1.	Sharpe W., 1964 ¹⁴²	Capital Assets Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk, Journal of Finance.	В модели У. Шарпа представлена зависимость между ожидаемой доходностью актива и ожидаемой доходностью рынка.
2.	Edwards E, Bell P., 1961 ¹⁴³	The Theory and Measurement of Business Income.	Сформулированы основные предпосылки и показатели, в последующем модифицированные в модель остаточной прибыли.
3.	Ohlson J. 1991 ¹⁴⁴	The Theory of Value and Earnings, and an Introduction to the Ball–Brown Analysis.	
4.	Ohlson J. 1995 ¹⁴⁵	Earnings, Book Values, and Dividends in Security Valuation.	
5.	Penman S. 1992 ¹⁴⁶	Return to Fundamentals.	
6.	Feltham G., Ohlson J. 1995 ¹⁴⁷	Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities	Сформулированы основные допущения модели остаточного дохода.
7.	Дамодаран А., 2008 ¹⁴⁸	Инвестиционная оценка. Альпина Бизнес Букс. 2008. С.21.	Систематизированы существующие методы оценки.

¹³⁹ Волков Д. Л. Показатели результатов деятельности: использование в управлении стоимостью компании / Д. Л. Волков // Российский журнал менеджмента. – 2005. - Том 3. - №2. - С. 7.

¹⁴⁰ Там же.

¹⁴¹ Волков Д. Л. Модели оценки фундаментальной стоимости собственного капитала: проблема совместимости / Д. Л. Волков // Вестник Санкт-Петербургского университета. - 2004. - Серия 8. - Менеджмент. - Вып. 3 (№24) - С.7.

¹⁴² Sharpe W. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk // W. Sharpe // Journal of Finance 19. - 1964. - pp. 425–442.

¹⁴³ Edwards E.O. The Theory and Measurement of Business Income / E. O. Edward, P.W. Bell // Berkeley, CA: University of California Press, 1961. – 342 p.

¹⁴⁴ Ohlson J. Earnings, Book Values, and Dividends in Security Valuation/ J. Ohlson // Contemporary Accounting Research. - 1995. - 11 (2). - pp. 661–687.

¹⁴⁵ Ohlson J. Earnings, Book Values, and Dividends in Security Valuation/ J. Ohlson // Contemporary Accounting Research. - 1995. - 11 (2). - pp. 661–687.

¹⁴⁶ Penman S. Return to Fundamentals / S. Penman // Journal of Accounting, Auditing & Finance. - 1992. 7 (4). – pp. 465 — 484.

¹⁴⁷ Feltham G. Uncertainty Resolution and the Theory of Depreciation Measurement/ G. Feltham, J. Ohlson // Journal of Accounting Research. - 1996. - pp. 209 — 234.

¹⁴⁸ Дамодаран А. Инвестиционная оценка / А. Дамодаран // Альпина Бизнес Букс, 2008. – 1323 с.

№	Автор/Авторы	Название	Вклад в развитие научного направления
8.	Волков Д., 2004 ¹⁴⁹	Модели оценки фундаментальной стоимости собственного капитала: проблема совместимости.	Осуществлен всесторонний теоретический анализ моделей оценки фундаментальной стоимости.
9.	Волков Д., 2005 ¹⁵⁰	Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты.	
10.	Бухвалов А., Волков Д., 2005 ¹⁵¹	Исследование зависимости между показателями фундаментальной ценности и рыночной капитализацией российских компаний.	Доказательство гипотезы об объясняющей способности модели остаточной чистой прибыли при оценке динамики рыночной капитализации на российской рынке.
11.	Бухвалов А., Волков Д., 2005 ¹⁵²	Фундаментальная ценность собственного капитала: использование в управлении компаний.	Показано, что на российском рынке простая двухфакторная модель дает статистически удовлетворительное описание капитализации через данные учета.

Составлено автором на основе анализа научных работ, см. источники в таблице

Результаты исследований взаимосвязи рыночной и фундаментальной стоимости на развитых рынках не позволяют в полной мере проецировать их на российский рынок и тем самым снижают их практическую значимость. Тем не менее, за последние годы интерес к парадигме стоимостного управления со стороны исследователей активизировался.

Среди российских исследователей данная проблематика впервые была рассмотрена в работах Д. Л. Волкова, А. В. Бухвалова. Авторами выявлена взаимосвязь между показателем остаточной чистой прибыли и рыночной стоимости на российском фондовом рынке. И.В. Ивашковская доказала значимость применения показателей экономической прибыли в целях контроля над созданием стоимости компаний стран БРИК, Восточной и Центральной Европы¹⁵³.

В этом контексте целесообразно отметить результаты исследований, проводимых автором на отраслевом уровне для компаний финансового сектора. Так, была выявлена взаимосвязь коэффициента Тобина с показателями финансового левериджа, роста продаж, и цены акции к

¹⁴⁹ Волков Д. Л. Модели оценки фундаментальной стоимости собственного капитала: проблема совместимости / Д. Л. Волков // Вестник Санкт-Петербургского университета. - 2004. - Серия 8. - Менеджмент. - Вып. 3 (№24) - С.7.

¹⁵⁰ Волков Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты / Д. Л. Волоков // Высшая школа менеджмента СПбГУ. — СПб. Изд-во «Высшая школа менеджмента»; Издат. дом С.-Петербург. гос. ун-та., 2008. — С.27-36.

¹⁵¹ Бухвалов А.В. Исследование зависимости между показателями фундаментальной ценности и рыночной капитализацией российских компаний / А.В. Бухвалов, Д. Л. Волков // Вестник СПбГУ. - 2005. - Сер.8. – Вып.1. - С. 26-43.

¹⁵² Бухвалов А. В. Фундаментальная ценность собственного капитала: использование в управлении компанией / А. В. Бухвалов, Д. Л. Волков // Научные доклады № R1–2005 СПб.: НИИ менеджмента СПбГУ. - 2005. - С. 12.

¹⁵³ Ивашковская И. В. Система интегрированного управления стоимостью компании: автореферат диссертации на соискание ученой степени доктора экономических наук: 08.00.10 / Ивашковская Ирина Васильевна. – Москва, 2010. - С. 35.

доходу для выборки компаний финансового сектора с временным периодом 10 лет, результаты исследования указали на существенное влияние коэффициента финансового левериджа на стоимость компании.¹⁵⁴

Для 20 компаний финансового сектора Азиатско-Тихоокеанского региона, проанализированных на данных за 9 лет, продемонстрировано наличие существенной взаимосвязи с показателями корпоративной финансовой политики, а соответствующие коэффициенты указывают на специфику функционирования компаний в конкретной отрасли. Она проявляется в отрицательном влиянии прибыли на одну акцию, дивидендной доходности и рентабельности собственного капитала на стоимость компании. Вместе с тем результаты оценки коэффициентов показывают положительную связь стоимости компании с коэффициентом финансового левериджа и рентабельностью активов.¹⁵⁵

Как уже было отмечено выше, ключевым элементом ценностно-ориентированного управления является модуль оценивания. Именно поэтому в целях развития и совершенствования инструментария ценностно-ориентированного менеджмента необходимо определиться с выбором следующих позиций управления: 1) применимая модель оценки фундаментальной стоимости предприятия; 2) набор показателей для мониторинга изменения стоимости; 3) факторы создания стоимости. Для создания комплексной модели управления стоимостью предприятия следует обеспечить информирование структурных подразделений компании о результативных показателях стоимости.

В научной литературе любая модель считается приемлемой, если она соответствует критериям достоверности и применимости¹⁵⁶. Достоверность модели предполагает отражение в ней процессов создания стоимости, то есть, когда рыночные оценки совпадают с оценками, полученными на практике, можно считать, что модель достоверна. Достоверность и применимость модели оценки характеризует ее возможность использования в качестве инструмента управления, показывая рост или снижение стоимости компании.

Для практического применения расчетных показателей оценки стоимости компании возникает необходимость сопоставления двух видов стоимости: фундаментальной и рыночной. Фундаментальная стоимость компании отражает ее внутреннюю стоимость (фундаментальную стоимость капитала), которая создается в процессе краткосрочной и долгосрочной деятельности.

¹⁵⁴ Чупанова Х. А. Взаимосвязь корпоративного управления со стоимостью компании: на примере американских страховых компаний / Х. А. Чупанова // Вестник РМАТ. – 2021. - №1. - С. 9–14.

¹⁵⁵ Чупанова Х. А. Пути повышения конкурентоспособности страховой компании в контексте управления ее стоимостью. Международная ежегодная научная конференция Ломоносовские чтения-2021. Секция экономических наук. «Поколения экономических идей»: сборник лучших докладов. — М.: Экономический факультет МГУ имени М. В. Ломоносова. - 2021. - С. 300.

¹⁵⁶ Волков Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты / Д. Л. Волоков // Высшая школа менеджмента СПбГУ. — СПб. Изд-во «Высшая школа менеджмента»; Издат. дом С.-Петербург. гос. ун-та., 2008. — С.27-36.

Рыночная - отражает стоимость с позиции фондового рынка, показывает ее конкурентные преимущества относительно других компаний, но не измеряет стоимость капитала. Она отражает стоимость, зависящую от предпочтений инвесторов, макроэкономической ситуации в стране, имиджа компании на публичном рынке капитала. Более того, современные исследования показывают, что непредсказуемость наступления кризисов на рынках капитала и их последствий обуславливает необходимость систематических исследований, направленных на изучение взаимосвязей и моделирования возможных реакций рынков на изменения (в том числе имеющие неэкономическую природу).¹⁵⁷

Для оценки финансово-экономической эффективности предприятия в стоимостных терминах необходимо формирование алгоритма оценки на основе показателей, характеризующих динамику деятельности предприятия в рамках стоимостного управления.

В данной работе предлагается в рамках определения фундаментальной стоимости капитала использовать следующий алгоритм финансовой эффективности предприятия на основе модели остаточной чистой прибыли с расчетом скорректированной ставки дисконтирования по модели CAPM. Алгоритм предполагает необходимость расчета показателей эффективности ценностно-ориентированного управления.

Ниже представлена поэтапная методика расчета, а также обоснование применения такого расчета на примере ведущих металлургических предприятий России (таблица 5).

Таблица 5 – Алгоритм оценки финансовой эффективности предприятия в системе ценностно-ориентированного менеджмента

Этап	Название этапа	Результат расчета	Уточнение расчета
1.	Корректный учет отраслевых рисков	Рассчитана требуемая доходность на собственный капитал	Страновой риск ¹⁵⁸
2.	Расчет стоимости по модели остаточной чистой прибыли	Оценена ценность компании с применением модели остаточного дохода	Расчет на основе предыдущих корректировок
3.	Разработка критерия эффективности	Вычислена добавленная норма остаточной чистой прибыли	Авторская методика
4.	Разработка коэффициента стратегического роста	Вычислен показатель динамичности стратегического роста предприятия	Авторская методика

Составлено автором.

¹⁵⁷ Лукаевич И. Я. Исследование зависимостей и оценка влияния мировых фондовых рынков на фондовый рынок России / И.Я. Лукаевич // Экономика. Налоги. Право. - 2020 г. - №4 – С. 44–56.

¹⁵⁸ Дополнительная доходность или премия, требуемая инвесторами для компенсации им более высокого риска, связанного с инвестированием за пределами страны.

1. Корректный учет отраслевых рисков

Ключевым звеном в развитии финансовой теории можно считать теорию ценообразования активов, в рамках которой существует множество моделей определения текущей стоимости рисковых доходов. Наибольшую популярность в академической литературе и практических кругах получила модель Capital Asset Pricing Model (далее – CAPM), разработанная в конце 60-х годов прошлого века независимо друг от друга двумя учеными Шарпом¹⁵⁹ и Линтнером¹⁶⁰. Модель является логическим продолжением портфельной теории Марковица, посвященная изучению оптимального выбора актива, исходя из риска и доходности¹⁶¹. Теоретическое обоснование практической ценности использования модели CAPM подтверждается учеными как для целей оценки стоимости бизнеса, так и для целей оценки инвестиционных проектов¹⁶².

Использование модели зачастую критикуется теоретиками, но несмотря на это модель широко применяется аналитиками и практикующими оценщиками. Требуемая доходность на капитал по модели CAPM в формульном виде представлена ниже (формула 1):

$$r_e = r_f + \beta_e * (r_m - r_f) + C + S_1 + S_2, \quad (1)$$

где

- r_e – требуемая доходность от вложений в активы компании,
- r_f – доходность безрискового актива,
- r_m – ожидаемая рыночная доходность,
- β_e – коэффициент, отражающий недиверсифицируемый рыночный риск,
- C – страновой риск,
- S_1 – премия за минимальный размер компании,
- S_2 – премия за риски специфического характера.

На практике требуемая доходность может быть увеличена на премии за страновой риск, риск за малый размер компании (малую капитализацию), а также за особые риски.

При расчете ставки требуемой доходности для денежного потока, номинированного в долларах США, следует скорректировать долларовую ставку в рублевую. Данный пересчет производится по формуле 2:

$$r_{erub} = \frac{(1+r_e) \times (1+i_{RUS})}{(1+i_{USA})} - 1, \quad (2)$$

¹⁵⁹ Sharpe W. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk»/ W. Sharpe // Journal of Finance 19. - 1964. - pp. 425–442.

¹⁶⁰ Lintner J. The Valuation of Risky Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets» /J. Lintner // Review of Economics and Statistics 47. - 1965. - pp. 13–37.

¹⁶¹ Markowitz H. Portfolio Selection / H. Markowitz // The Journal of Financ. - 1952. - Vol. 7. - Issue 1. – pp. 77-91.

¹⁶² Лукашов В. Н. Определение величины ставки дисконтирования для инвестиционного проектирования и оценки бизнеса: о различии подходов к исчислению и применению/ В. Н. Лукашов, Н. В. Лукашов // Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика. – 2019. Т - . 35. - Вып. 1. С. 83–112.

- r_{erub} - ставка дисконтирования для рублевого денежного потока;
- r_e - ставка дисконтирования для долларового денежного потока;
- i_{RUS} - доходность по рублевым государственным ценным бумагам;
- i_{USA} - доходность по еврооблигациям России, номинированным в долл. США.

2. Расчет стоимости по модели остаточной чистой прибыли

Логика расчета самой остаточной чистой прибыли в классическом виде (формула 3) основана на разности бухгалтерской прибыли отчетного периода и собственного капитала предыдущего года с учетом необходимой инвестору доходности на капитал.

$$RI_j = NP_j - r_e * I_{j-1}, \quad (3)$$

где

- RI_j – остаточный чистый доход (чистая прибыль) (j-го) года;
- NP_j – бухгалтерская прибыль отчетного периода;
- r_e – требуемая доходность на капитал;
- I_{j-1} – балансовая величина инвестиций на конец предшествующего периода.

Под остаточной чистой прибылью компании мы понимаем сумму остаточных чистых прибылей всех бизнес-единиц компании за отчетный период (формула 4):

$$RI_j = \sum_{k=1}^m RI_k, \quad (4)$$

где,

- RI_j – остаточная чистая прибыль текущего года;
- k - число бизнес-единиц фирмы.

Остаточная чистая прибыль для каждой бизнес-единицы RI_k рассчитывается аналогично формуле 3 с детализацией на бизнес-единицу предприятия. Под бизнес-единицей компании нами понимается отдельная, относительно независимая подструктура организации, обладающая экономической самостоятельностью и несущая ответственность за принимаемые решения. Ввиду того, что на каждом конкретном предприятии возможны различные вариации бизнес-единиц, предлагается использование укрупненной формулы определения остаточной чистой прибыли на каждую бизнес-единицу.

Расчет ставки дисконтирования (формула 1) для каждой бизнес-единицы будет отличаться в зависимости от внешней среды, специфики ведения деятельности (профильные/непрофильные виды) и т. д., тем самым при расчете стоимости каждой структурной бизнес-единицы необходимо учитывать данную специфику (по аналогии с формулой 4 в отношении конкретной бизнес-единицы).

Такой подход позволит диверсифицировать риск, усилить финансовую устойчивость компании, скорость реакции на изменение внешней среды¹⁶³. Большинство металлургических компаний представляют собой вертикально интегрированные корпоративные структуры и складываются на основе масштабных по своей деятельности металлургических комбинатов, производящих базовые виды металлопродукции. Более того, в структуре таких компаний присутствуют как профильные, так и непрофильные активы. Например, группа «Мечел» продает и сдает в аренду непрофильные активы недвижимости, ПАО «ММК» включает в себя санатории, дома отдыха, прочие курортно-туристические объекты, а АО «Авиапредприятие «Северсталь» является эксплуатантом аэропорта «Череповец» и осуществляет внутренние и международные перевозки, компания «Металлоинвестлизинг» предоставляет услуги лизинга технологического оборудования, спецтехники, транспортных средств, железнодорожных вагонов для предприятий других отраслей¹⁶⁴. Вклад каждой бизнес-единицы обеспечивает вертикально-интегрированной компании рост стоимости с учетом диверсифицированности риска и понимания руководством вклада каждой бизнес-единицы.

Суть модели остаточной чистой прибыли заключается в учете 4 основополагающих факторов создания фундаментальной стоимости¹⁶⁵:

- инвестированный капитал на момент оценки;
- фактическая доходность на капитал;
- требуемая доходность на капитал;
- устойчивость спреда результатов.

Таким образом, показатель фундаментальной стоимости компании определяется балансовой стоимостью ее собственного капитала, увеличенной на сумму дисконтированных остаточных прибылей. Это может быть представлено в виде формулы 5, представляющей собой модель остаточной чистой прибыли¹⁶⁶:

$$V_E^{RIM} = E_0 + \sum_{j=1}^{\infty} \frac{RI_j}{(1+r_e)^j}, \quad (5)$$

где

- V_E^{RIM} – фундаментальная стоимость собственного капитала;
- E_0 – балансовая стоимость капитала на отчетную дату (момент оценки);

¹⁶³ Прошкина О.В. Системный подход к выделению бизнес-единиц на предприятии / О.В. Прошкина // Социально-экономические и технические системы: исследование, проектирование, оптимизация. – 2016. – № 2 (69). – С. 165–174.

¹⁶⁴ Обзор рынка черной металлургии. Москва, первое полугодие 2019 г. [Электронный ресурс] .- Режим доступа: URL: <https://www.csr.ru/upload/iblock/d4b/d4b9f67f27e41cb9ec867ddfeb6fc6a9.pdf> (дата обращения: 17 марта 2024 г.)

¹⁶⁵ Волков Д. Л. Показатели результатов деятельности: использование в управлении стоимостью компании / Д. Л. Волков // Российский журнал менеджмента. – 2005. - Том 3. - №2. - С. 7.

¹⁶⁶ Чупанова Х. А. Управление стоимостью страховой компании в условиях инновационного развития/ Х. А. Чупанова// Вопросы инновационной экономики. – 2022. – Том 12. – № 1. – С. 391–410.

- $\sum_{j=1}^{\infty} \frac{R_{ij}}{(1+r_e)^j}$ величина прироста, определяемая в как бесконечный поток остаточных чистых прибылей, дисконтированных по ставке затрат на собственный капитал;
- r_e - ставка требуемой доходности на собственный капитал, ставка по модели CAPM.

Развитие методики расчета основных показателей стоимости по модели остаточной чистой прибыли требует корректировки расчета основных показателей и обоснования применения такого подхода к оценке.

Изучению взаимосвязи фундаментальной и рыночной стоимости посвящены современные исследования, в которых на отраслевом уровне проверяется возможность объяснения рыночной стоимости компании на основе моделей расчета фундаментальной стоимости в рамках VBM.

Фундаментальная и рыночная ценность тесно коррелируют между собой. Фундаментальная стоимость капитала фирмы отражает ее внутреннюю стоимость, создаваемую в результате инвестиционной, производственной и финансовой деятельности компании. Они впоследствии и формируют рыночную стоимость компании. О расчете фундаментальной стоимости собственного капитала говорилось выше в рамках второго этапа расчета стоимости компании, поэтому здесь лишь отметим, что существенным отличием рыночной капитализации от фундаментальной стоимости капитала является неподверженность частому колебанию в зависимости от курса акций. Так, стоимость сделок со всеми акциями предприятия, обращающимися на рынке, составляет рыночную стоимость компании. Д. Волков и И. Березинец сформулировали основные допущения, необходимые для анализа управления ценностью с применением математических расчетов на основе бухгалтерских показателей¹⁶⁷. Использование фундаментальной ценности капитала в управлении стоимостью рассматривается также в работе А. Бухвалова и Д. Волкова¹⁶⁸.

Однако рыночная стоимость компании не исчисляет саму стоимость капитала, а представляет сформировавшуюся с учетом всех влияющих на нее факторов стоимость. На рынке зачастую складываются ситуации, когда акции оказываются переоценены или недооценены рынком, что в целом показывает настроения инвесторов на рынке в рассматриваемый момент времени.¹⁶⁹ Практически всегда рыночная стоимость выше фундаментальной стоимости собственного капитала. Это обусловлено тем, что на формирование рыночной стоимости

¹⁶⁷ Волков Д. Л. Управление ценностью: анализ основанных на бухгалтерских показателях моделей оценки собственного капитала/ Д. Л. Волков, И.В. Березинец // Научные доклады. СПб.: НИИ менеджмента СПбГУ. - 2006. - С. 14.

¹⁶⁸ Бухвалов А. В. Фундаментальная ценность собственного капитала: использование в управлении компанией / А. В. Бухвалов, Д. Л. Волков // Научные доклады № R1–2005 СПб.: НИИ менеджмента СПбГУ. - 2005. - С. 12.

¹⁶⁹ Market Capitalization vs. Equity What's the Difference? [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: <https://www.investopedia.com/ask/answers/122314/what-difference-between-market-capitalization-and-equity.asp>

оказывают влияние не только внутренние факторы ведения деятельности, но и внешние, формируемые с учетом инвестиционных ожиданий и настроений на фондовом рынке.

Рыночная стоимость публичных компаний складывается из количества множества различных сделок на биржевых торгах, которые в свою очередь зависят от различных факторов во взаимосвязи с финансовыми и товарными рынками: финансовое состояние компании, ликвидность акций, экономическое состояние страны и мировой экономики в целом и т. д. Наличие связи между финансовыми показателями управления капиталом могут быть причиной изменения рыночной капитализации и соответственно стоимости акций¹⁷⁰.

Использование метода рыночной капитализации для публичной компании является своего рода экспресс-методом определения ее рыночной цены. Это также позволяет ей продемонстрировать объемы и масштабы своей деятельности, что для инвесторов может служить основой для оценивания рисков. Сведения о рыночной капитализации компании формируются при первичном публичном предложении (IPO) на основе определения стоимости инвестиционными аналитиками еще перед выходом на IPO. После ее выхода на IPO и начала биржевых торгов, стоимость компании будет определяться спросом и предложением на ее акции, а также общими сентиментами фондового рынка. Так, например, наличие благоприятных факторов может способствовать росту спроса на акции компании, обеспечивая тем самым рост их цены и повышение капитализации компании в целом.

Получение публичного статуса предприятия предполагает наличие у него рыночной стоимости на фондовом рынке. На практике оценка рыночной стоимости производится на основе различных методологий. Одним из способов оценки рыночной стоимости является подсчет совокупной стоимости всех акций предприятия, находящихся в обращении. Расчет рыночной капитализации представляет собой сумму стоимости всех акций, обращающихся на рынке (формула 6)¹⁷¹:

$$MC_i = N_i * P_i, \quad (6)$$

где

- N_i – количество акций в обращении;
- P_i – рыночная стоимость акций.

Сопоставление теоретических и расчетных показателей дает нам представление о том, является ли теоретически сформулированная модель корректной и пригодной к использованию. Если фундаментальная стоимость изменяется во взаимосвязи с рыночной стоимостью, можно говорить об объясняющей способности рассчитанной фундаментальной ценности капитала.

¹⁷⁰ Чупанова Х. А. Взаимосвязь рыночной капитализации с показателями стоимости высокотехнологичных компаний / Х. А. Чупанова // Экономика, предпринимательство и право. – 2019. – Том 9. – № 3. – С. 191–206.

¹⁷¹ Козлова А. С. Теоретические аспекты оценки стоимости публичных компаний: понятие, цели и методы оценки / А. С. Козлова, Д.С. Тараскин // Наука и общество. - 2018. - №3 (32). - С.52.

Устойчивый рост рыночной капитализации, превышающий стоимость собственного капитала, указывает на возрастающее доверие со стороны инвесторов.

Информацию о качестве аналитической модели можно получить по ее объясняющей способности. В рамках данной работы сопоставление возможно на основе выявления взаимосвязи показателей фундаментальной стоимости и рыночной на основе аналитической модели расчета. Оценка рыночной стоимости компании представляет собой одну из важнейших составляющих корпоративных финансов. В решении задачи оценки стоимости, в общем и целом, присутствует два основных вопроса: расчет ставки требуемой доходности капитал и выбор модели оценки стоимости компании.

Проверка гипотезы о наличии существенной взаимосвязи между фундаментальной и рыночной стоимостью компании будет проведена с помощью регрессионного анализа на основе парной и многофакторных регрессий. Спецификации моделей представлены в таблице 6.

Таблица 6 – Спецификации моделей для обоснования применения модели остаточной чистой прибыли в оценке стоимости компании

№	Модель	Спецификация
1.	Парная линейная	$MC_i = \alpha_i + \beta_i * V_E^{RIM} + \varepsilon_i$
2.	Множественная с двумя регрессорами	$MC_i = \alpha_i + \beta_{1i} * E_i + \beta_{2i} * \frac{RE_i}{k_E} + \varepsilon_i$
3.		$MC_i = \alpha_i + \beta_{1i} * E_i + \beta_{2i} * \frac{RE_{i-1}}{k_{E-1}} + \varepsilon_i$

Составлено автором на основе¹⁷²

Основные компоненты сформулированных выше моделей:

- MC_i – рыночная капитализация на дату оценки,
- V_E^{RIM} – фундаментальная стоимость собственного капитала, рассчитанная по модели остаточной чистой прибыли,
- $\frac{RE_i}{k_E}$ – бессрочный аннуитет остаточной чистой прибыли,
- $\frac{RE_{i-1}}{k_{E-1}}$ – бессрочный аннуитет остаточной чистой прибыли прошлого года,
- E_i – собственный капитал,
- α_i, β_i – коэффициенты уравнения регрессии,
- ε_i – случайный член.

¹⁷² Волков Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты / Д. Л. Волоков // Высшая школа менеджмента СПбГУ. — СПб. Изд-во «Высшая школа менеджмента»; Издат. дом С.-Петербур. гос. ун-та., 2008. — С.27-36.

Отечественные ученые Д. Волков и И. Березинец¹⁷³ систематизировали допущения по исследованию взаимосвязи фундаментальной и рыночной стоимости компании и среди ключевых выделили следующие допущения:

1. *О порядке бухгалтерского учета потоков.* Его смысл заключается в изменении величины капитала вследствие воздействия двух факторов: отношений с собственниками, состоящих в привлечении от них дополнительного капитала и распределении дивидендов в их пользу, а также конечного финансового результата деятельности компании (в данном случае – чистой прибыли).

2. *О совместимости с равновесной моделью дисконтирования дивидендов.* Авторы допускают, что модель дисконтирования дивидендов и модель остаточной чистой прибыли эквивалентны между собой. В статье российских исследователей в области ценностно-ориентированного менеджмента Д. Волкова и И. Березинец представлено доказательство данного предположения.¹⁷⁴ Основываясь на математических расчетах о сопоставлении основных показателей модели остаточной чистой прибыли и дисконтирования дивидендов, авторы выводят уравнение, доказывающее эквивалентность указанных моделей.

3. *О динамике прогнозных значений остаточной чистой прибыли.* Прогнозные показатели характеризуются временными колебаниями и зависимостью бухгалтерских и небухгалтерских показателей. Так, стоимость капитала на рынке подвержена влиянию не только остаточного дохода компании, но и содержит определенную степень информационной зависимости от прочей небухгалтерской информации.

Дополнительно отметим, что нами уточняется специфика расчета с учетом следующего:¹⁷⁵

- все расчеты финансовых показателей компаний группы в динамике основаны на консолидированной отчетности, что вызвано необходимостью учета совокупного финансового результата компании за рассматриваемый период.

- компоненты модели остаточной чистой прибыли – это сумма стоимости капитала на момент оценки и перпетуитета остаточной чистой прибыли ($\frac{RE_i}{k_E}$). Поскольку рост остаточной чистой прибыли в текущем периоде с экономической точки зрения может повысить рыночную капитализацию не только отчетного периода, но и будущего, то была дополнительно сформулирована модель, содержащая перпетуитет остаточной чистой прибыли предыдущего года ($\frac{RE_{i-1}}{k_{E-1}}$). Включение данного фактора в модель позволит нам оценить значимость

¹⁷³ Волков Д. Л. Управление ценностью: анализ основанных на бухгалтерских показателях моделей оценки собственного капитала/ Д. Л. Волков, И.В. Березинец // Научные доклады. СПб.: НИИ менеджмента СПбГУ. - 2006. - С. 14.

¹⁷⁴ Там же.

¹⁷⁵ Чупанова Х. А. Управление стоимостью страховой компании в условиях инновационного развития/ Х. А. Чупанова// Вопросы инновационной экономики. – 2022. – Том 12. – № 1. – С. 391–410.

бесконечного потока остаточных чистых прибылей, полученного в предыдущем периоде, и его вклада в создание текущей стоимости. С экономической точки зрения, при создании добавленной стоимости в отчетном периоде целесообразно ожидать роста стоимости предприятия в следующем.

Вместе с тем эффективное финансовое управление на практике должно быть основано на конкретных финансово-экономических показателях, позволяющих оценить результаты стратегической деятельности предприятия как с фундаментальной, так и с рыночной позиции.

3. Оценка эффективности деятельности предприятия на основе показателя добавленной нормы прибыли

Сущностная взаимосвязь фундаментальной стоимости по модели остаточной чистой прибыли и рыночной стоимости предопределяет использование данной модели на практике. Однако адаптация модели с условными допущениями требует выработки критерия эффективности деятельности предприятия, основанного на традиционных финансовых индикаторах.

Традиционный финансовый анализ в измерении результатов деятельности допускает применение расчетно-аналитических показателей, объясняющих эффективность распределения и использования капитала в компании. Среди таких показателей особенно важными к оценке капитала выступают показатели рентабельности, каждый из которых сопоставляет один из показателей прибыли с базой в виде ресурсов предприятия или выручки, полученной от контрагентов.

Так, например, Шеремет А.Д. подчеркивает, что показателем эффективности предприятия (интенсивности или экстенсивности использования производственных ресурсов) может выступать рентабельность продаж, которая рассчитывается на основе сопоставления прибыли в зависимости от сторон хозяйственной деятельности (прибыли от продаж, чистой прибыли, бухгалтерской прибыли) с выручкой. Рентабельность продаж, по его мнению, выступает обобщающим показателем эффективности хозяйственной деятельности¹⁷⁶. Ковалев В. В. также выделяет исчисление рентабельности как индикатора прибыльной работы предприятия. При этом управление рентабельностью охватывает все действия менеджмента, направленные на управление прибылью и базой для ее формирования – выручкой.¹⁷⁷ В.Г. Когденко предлагает оценивать аспекты влияния на стоимость при помощи показателей рентабельности инвестиций (отражает способность фирмы генерировать денежные потоки), темпа прироста инвестированного капитала (демонстрирует потенциал предприятия в увеличении денежных

¹⁷⁶ Шеремет А. Д. Анализ и диагностика финансово-хозяйственной деятельности предприятия/ А.Д. Шеремет// Москва. Инфра-М. - 2017. - С. 212. – 217.

¹⁷⁷ Ковалев В. В. Финансовый менеджмент: теория и практика / В. В. Ковалев // М: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2007. – 1024 с.

потоков), а также средневзвешенной стоимости капитала (раскрывает возможности привлекать капитал).¹⁷⁸

Несмотря на ряд применяемых в финансовом анализе показателей рентабельности, требуется введение показателя, отражающего экономическую эффективность предприятия в терминах стоимостного менеджмента, а именно учитывающего не просто финансовые показатели, а требуемую инвестором доходность в отношении генерируемого финансового результата.

Так, в целях финансового мониторинга стоимостных показателей фирмы предлагается ввести показатель *добавленной нормы прибыли (или нормы остаточной чистой прибыли – Return on Residual income – RORI)*, рассчитанный по авторской методике, апеллирующей к традиционному показателю рентабельности (формула 7).

Показатель $RORI_j$ исчисляется как соотношение остаточного дохода (чистой прибыли) к выручке предприятия:

$$RORI_j = \frac{RI_j}{Rev_j}, \quad (7)$$

где

- RI_j – остаточная чистая прибыль, рассчитываемая по формуле (8),
- Rev_j – выручка компании.

В целях мониторинга добавленной нормы прибыли каждой бизнес-единицы фирмы (с учетом формулы 4) формулу **декомпозиции данного показателя** можно представить следующим образом:

$$RORI_j = \frac{\sum_{k=1}^m RI_k}{Rev_j}, \quad (8)$$

Оценка данного показателя должна осуществляться с учетом следующих критериев изменения:

- если $RORI_j > 0$ – создание стоимости;
- если $RORI_j < 0$ – разрушение стоимости;
- положительная динамика $RORI_j > 0$ – повышение эффективности деятельности;
- отрицательная динамика $RORI_j < 0$ – снижение эффективности деятельности.

На рисунке 13 представлены критерии определения эффективности деятельности предприятия в рамках стоимостного управления с использованием авторской методики расчета нормы остаточной чистой прибыли.¹⁷⁹

¹⁷⁸ Когденко В. Г. Анализ факторов стоимости бизнеса по данным финансовой отчетности / В.Г. Когденко. – 2008. – 3 (3). С. 3.

¹⁷⁹ Калайда С.А. Вербальная модель финансового управления стоимостью предприятия металлургической отрасли/ Калайда С.А., Чупанова Х. А. // Экономическая безопасность. – 2024. – Том 7. – № 5. – С. 1189–1206.

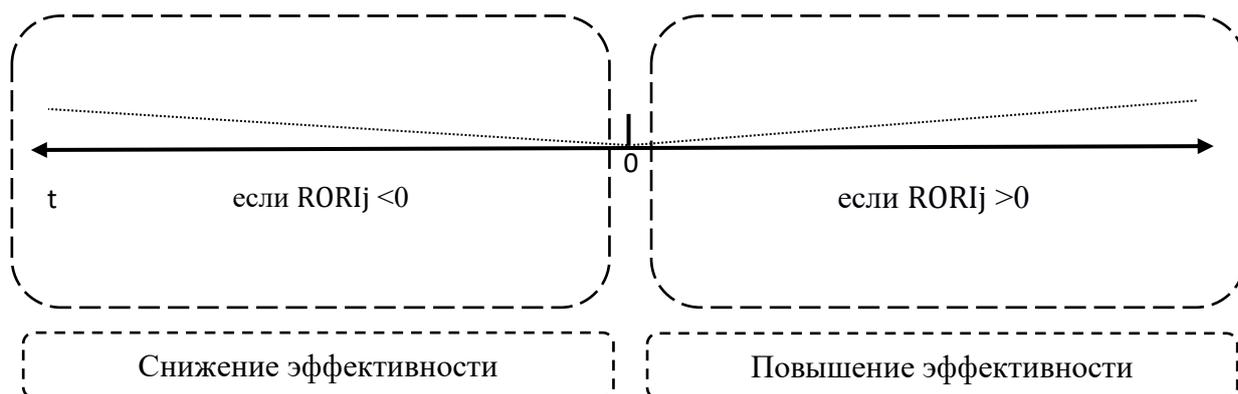


Рисунок 13 – Критерии эффективности деятельности на основе авторской методики расчета нормы остаточной чистой прибыли

Составлено автором

С экономической точки зрения, добавленная норма прибыли показывает сколько остаточной чистой прибыли приходится на один рубль реализованной продукции. Соответственно, положительная динамика характеризует эффективность деятельности в контексте создания стоимости компании, отрицательная – снижение эффективности деятельности за рассматриваемый период.¹⁸⁰

Главным преимуществом предлагаемого показателя перед существующими выступает учет необходимой инвесторам доходности. Используемые в финансовом менеджменте коэффициенты не в полной мере раскрывают эффективность предприятия, в том числе с точки зрения стоимости компании. Так, например, сопоставление чистой прибыли, операционной прибыли, EBITDA с выручкой безусловно отражают эффективность компании, но не учитывают стоимостного фактора, что искажает реальный экономический эффект с точки зрения позиции компании на фондовом рынке. В этой связи сопоставление остаточной чистой прибыли с выручкой содержит важный управленческий аспект и может быть индикатором наращивания стоимости с точки зрения эффективности деятельности предприятия.

Таким образом, введение данного показателя в анализ эффективности деятельности предприятия позволит корректно учитывать тот экономический эффект, который предприятие получает при реализации стратегии долгосрочного роста своей стоимости. При этом рассчитываемый эффект учитывает в себе требуемую инвесторами норму доходности, отражающую тот минимальный уровень доходности, который компания должна обеспечить для инвесторов. Вместе с тем обоснование корректности использования данного показателя

¹⁸⁰ Калайда С.А. Вербальная модель финансового управления стоимостью предприятия металлургической отрасли/ Калайда С.А., Чупанова Х. А. // Экономическая безопасность. – 2024. – Том 7. – № 5. – С. 1189–1206.

основано также на его объясняющей способности с точки зрения рынка. Так, результаты сопоставления рыночных и расчетных данных стоимости по модели остаточной чистой прибыли и рыночной капитализации компании позволяют принять гипотезу о том, что фундаментальные оценки объясняют изменение рыночных.

4. Показатель стратегического роста стоимости предприятия

Стоимость компании по своей сути является интегрированным показателем, который формируется под воздействием множества факторов внешней и внутренней среды предприятия. Поскольку рост стоимости компании требует понимания возможностей ее наращивания, необходимо четко понимать, какие значения будут характеризовать стратегический рост предприятия, а какие наоборот, падение не только в конкретный период времени, но и с учетом изменения того или иного параметра.

Среди существующих в отечественной литературе показателей можно выделить показатель, разработанный Ивашковской И.В., под названием «индекс накопленной экономической прибыли»¹⁸¹, главная идея которого состоит в сопоставлении сумм приведенной стоимости экономической прибыли и стоимости инвестиций компании. Также еще одним способом оценки устойчивости роста на уровне предприятий является расчет коэффициента устойчивости роста, расчет которого базируется на соотношении реинвестированной прибыли (прибыль минус дивиденды) к накопленному капиталу. Он иллюстрирует темпы изменения собственного капитала в контексте реинвестированной прибыли.¹⁸² Одним из наиболее известных и распространенных на практике показателей выступает коэффициент соотношения рыночной стоимости компании к ее чистой прибыли.

Существующие в академической литературе показатели являются информативными для менеджеров в условиях выработки решений, направленных на достижение целей устойчивого развития предприятия с применением инструментов прибыльности и рентабельности, однако они не в полной мере отражают степень недооценки или переоценки в терминах фундаментальных и рыночных условий.

По нашему мнению, наиболее информативным с точки зрения оценки компании рынком и расчетных данных является сопоставление рыночной и фундаментальной стоимости с учетом темпов их изменения с уточнением расчета каждого показателя (описано выше формулами 5 и 6). Более того, логическая и математическая взаимосвязь показателей обоснована для

¹⁸¹ Ивашковская И.В. Финансовые измерения корпоративных стратегий. Финансовые измерения корпоративных стратегий / И.В. Ивашковская // Аудит и финансовый анализ. – 2007. - № 5. - С. 11.

¹⁸² Хотинская Г.И. Корпоративный рост: теория, финансовые индикаторы, эмпирические закономерности. Экономика. Менеджмент. Маркетинг. Управленец. № 4/56/2025 г. С. 14. URL: <https://pravlenets.usue.ru/images/56/3.pdf> (дата обращения: 18 марта 2024 г.)

предприятий металлургической отрасли и в каждом конкретном случае позволяет нам определить степень неоцененности/переоцененности рынком в контексте стратегического роста стоимости. Такое сопоставление в рамках стоимостного управления предлагается проводить с использованием коэффициента, отражающего качественную оценку роста стоимости предприятия.

В данном исследовании в целях управления стоимостью предприятия предлагается использовать комплексный индикатор динамичности развития предприятия, который характеризовал бы меру реакции рыночной стоимости на изменение фундаментальной.

И в этом контексте предлагается ввести *коэффициент стратегического роста предприятия (Strategy growth rate indicator - SGRI)*, отражающий степень инвестиционной привлекательности предприятия или меру реакции рыночной капитализации на изменение ее фундаментальной стоимости.

Количественный расчет показателя SGRI предлагается производить по следующей формуле:

$$SGRI_j = \frac{\Delta MC}{\Delta FV} \quad (9),$$

или

$$SGRI_j = \frac{\Delta MC}{\Delta FV} = \frac{MC_2 - MC_1}{MC_1} \div \frac{FV_2 - FV_1}{FV_1}, \quad \text{где} \quad (10),$$

- MC – рыночная капитализация фирмы,
- FV – фундаментальная ценность фирмы.

По сути, изменение рыночной и фундаментальной стоимости может иметь разную направленность и, поэтому, может иметь отрицательное значение. Для того, чтобы оценить не направление такого изменения, а меру (степень) реакции изменения рыночной стоимости, автором предлагается применять в этих целях значение по модулю.

Учитывая разнонаправленность оценок фундаментальной и рыночной ценности, критерии изменения SGRI предлагается сформулировать следующим образом:

Так, $|SGRI_j| > 1$ – рыночная стоимость растет быстрее фундаментальной стоимости;

Так, $|SGRI_j| < 1$ – рыночная стоимость слабо реагирует на изменение фундаментальной;

Так, $|SGRI_j| = 1$ – рыночная стоимость растет пропорционально изменению фундаментальной стоимости.¹⁸³

¹⁸³ Калайда С.А. Вербальная модель финансового управления стоимостью предприятия металлургической отрасли/ Калайда С.А., Чупанова Х. А. // Экономическая безопасность. – 2024. – Том 7. – № 5. – С. 1189–1206.

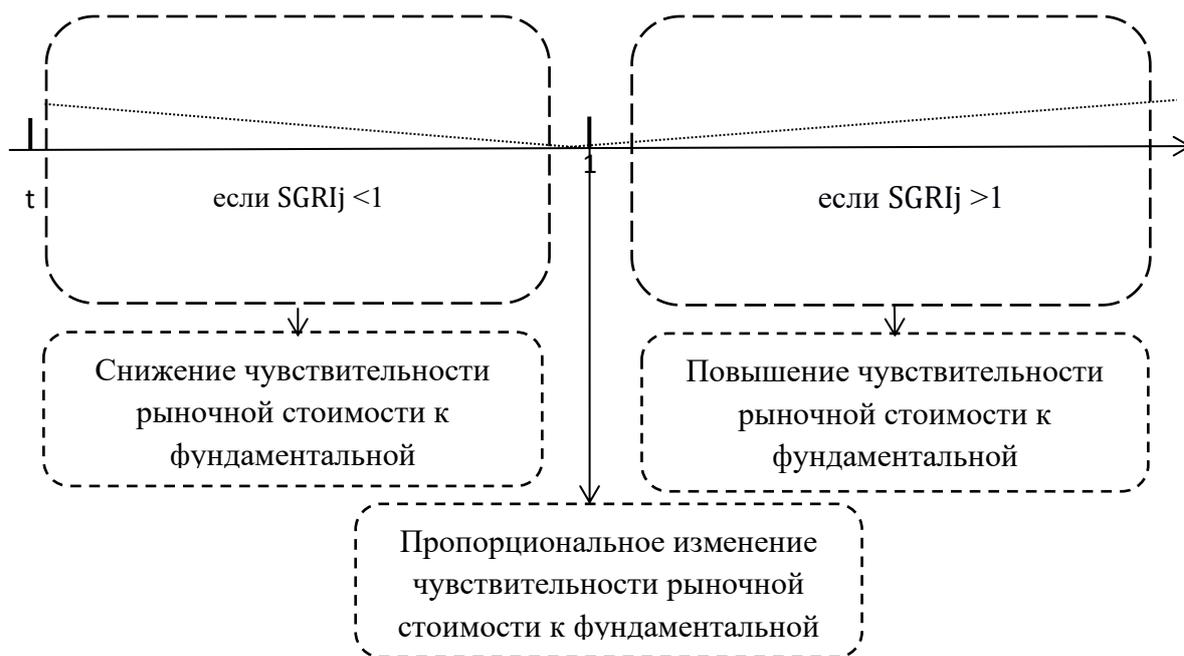


Рисунок 14 – Критерии эффективности деятельности на основе авторской методики расчета коэффициента стратегического роста стоимости

Составлено автором

Несмотря на имеющиеся в литературе коэффициенты анализа финансовой устойчивости компании, введенный автором коэффициент стратегического роста фирмы SGRI позволяет выявить силу воздействия фундаментальной стоимости на рыночную стоимость компании и тем самым определить степень финансовой устойчивости компании в контексте стоимостного управления.

Главным отличием от существующих показателей является использование расчета показателей рыночной стоимости и стоимости по модели остаточной чистой прибыли по формулам 5 и 6, взаимосвязь которых подтверждена на примере металлургических компаний и для каждой конкретной компании может отражать уровень финансовой устойчивости на рынке с точки зрения фондового рынка. Оценку предлагается проводить в сопоставлении компаний между собой.

2.3 Методика оценки рыночной стоимости компании: драйверы создания рыночной ценности

Повышение конкурентоспособности предприятия представляется перспективной задачей особенно в условиях поиска новых региональных центров роста и построения новой системы мирохозяйственных связей. Достижение данной цели может осуществляться разными способами. Привлечение капитала в компанию на основе публичного первичного размещения акций выступает одним из перспективных и надёжных вариантов расширения источников фондирования предприятия. Это впоследствии позволит расширить масштабы деятельности компании, модернизировать существующие бизнес-модели. Специфика отечественного предпринимательского сектора такова, что большая часть ведёт деятельность не в форме публичных компаний, а, следовательно, не имеет доступа к публичному рынку капитала. Акции таких компаний не имеют рыночной стоимости и не могут рассматриваться как инструмент привлечения капитала в компанию. Зачастую процесс выхода на публичный рынок капитала откладывается предприятиями на неопределённый срок в связи с неготовностью к данной процедуре.

Концепция ценностно-ориентированного менеджмента выступает некой альтернативой традиционной концепции финансового управления, основанной на бухгалтерской прибыли. Так, повышение стоимости компании рассматривается одной из центральных парадигм финансового менеджмента. Место компании на публичном рынке капитала определяется ее рыночной капитализацией. При этом поиск устойчивых предпосылок к развитию корпоративного сектора в развивающихся странах требует изучения факторов обеспечения роста рыночной капитализации публичных компаний на отраслевом уровне. В силу своей практической значимости данная тематика находит отражение в современных научных исследованиях.

В предыдущем параграфе автором проведено сопоставление теоретических и расчетных показателей стоимости предприятия (рыночные и фундаментальные оценки) для предприятий металлургической отрасли, которое показало наличие объясняющей способности расчетных данных с рыночными. В этой связи мы переходим к исследованию рыночных факторов изменения стоимости, индикатором которой в данном исследовании принята рыночная капитализация.

Разработка управленческих решений в области стоимостного управления требуют охвата оценки как фундаментальной, так и рыночной стоимости. В этой связи исследование факторов

создания рыночной ценности необходимо в целях комплексного охвата факторов, характеризующих положение компании.¹⁸⁴

Рыночная стоимость публичной компании выступает неким индикатором ее конкурентоспособности, по этой причине руководству необходимо отслеживать и выявлять драйверы, факторы и формировать на их основе механизмы управления стоимостью. С другой стороны, стоимость публичной компании рассматривается акционерами как критерий, по которому оценивается эффективность работы руководства.

В научных и практических кругах тематика повышения стоимости компании выступает предметом обсуждений. Стоимость фирмы привлекает внимание исследователей, как наиболее важная величина, отражающая конкурентные преимущества и инвестиционно-финансовый потенциал фирмы.

Российские авторы Овечкина А. и Петрова Н. видят создание эффективной системы управления финансами, направленной на достижение краткосрочных и долгосрочных целей, одной из ключевых целей функционирования фирмы. Авторы выделяют два основных вида осуществления финансовой политики. Во-первых, это политика управления доходами, которая нацелена на максимизацию денежных ресурсов, отражаемых в виде повышения финансовых результатов компании. Во-вторых, политика управления расходами, которая сводится к рациональному распределению денежных ресурсов в целях обеспечения текущей и инвестиционной деятельности предприятия.¹⁸⁵ Российские исследователи Леонтьев В. и Бочаров В. указывают на первостепенность финансовой политики в создании дополнительных источников фондирования для финансирования мероприятий по реализации стратегических и тактических целей предприятия. Процедура проведения финансовой политики предполагает организацию работы по оптимальному управлению финансовыми потоками, исследование дополнительных источников фондирования деятельности на основе стратегических целей и создание механизма финансовой диагностики в целях управления финансами.¹⁸⁶

Опираясь на опыт финансово успешных зарубежных предприятий, можно заключить, что к приемлемым для применения можно причислять такие модели оценки стоимости, которые базируются на финансовых результатах компаний. Опыт крупных зарубежных компаний показывает, что модели оценки стоимости, в основе которых лежит финансовый результат, вполне логично считать ориентиром для принятия управленческих решений. По мнению Кудиной М., фундаментальная стоимость компании требует пристального внимания со стороны

¹⁸⁴ Чупанова Х. А. Взаимосвязь корпоративного управления со стоимостью компании: на примере американских страховых компаний / Х. А. Чупанова // Вестник РМАТ. – 2021. - №1. - С. 9–14.

¹⁸⁵ Овечкина А. И. Корпоративные финансы. Практикум: учебное пособие для вузов / А. И. Овечкина, Н. П. Петрова // Москва: Издательство Юрайт, 2020. — 215 с.

¹⁸⁶ Леонтьев В.Е. Корпоративные финансы: учебник для вузов / В.Е. Леонтьев, В. В. Бочаров, Н.П. Радовская // 3-е, перераб.и доп.-Москва:Издательство Юрайт, 2020. - 354 с.

менеджмента в процессе построения модели управления предприятием. Учет фундаментальных оценок в целом оказывает влияние на дальнейший сбалансированный рост стоимости компании. При этом автор подчеркивает, что рыночная стоимость компании во взаимосвязи с фундаментальной стоимостью отражает тот доход, который компания может предложить своим инвесторам.¹⁸⁷

С возрастающей ролью финансового менеджмента в управлении компанией, значимость стоимостного управления стала повышаться. Традиционная модель управления популярна среди российских компаний, где основным критерием управления компанией выступает рост объема продаж, выручки, чистой прибыли. В современных реалиях это не всегда корректно и требует пересмотра целевых ориентиров.

Для выявления драйверов создания стоимости компании для той или иной отрасли необходим инструментарий оценки, сочетающий набор факторов, объясняющих изменение положения компании с точки зрения ее отраслевой специфики. Стратегическое развитие предприятий металлургической отрасли выступает предметом дискуссий в научных и практических кругах. При этом важно отметить, что достижение глобальных целей устойчивого развития не может достигаться без активного участия в реализации указанных целей промышленного сектора экономики.

Место компании на публичном рынке капитала определяется ее рыночной капитализацией. При этом поиск устойчивых предпосылок к развитию корпоративного сектора в развивающихся странах требует изучения факторов обеспечения роста рыночной капитализации публичных компаний на отраслевом уровне. Можно выделить фундаментальные и современные работы в данной области, при этом результаты таких исследований отличаются в зависимости от страны, отрасли, временного периода (влияние кризисных явлений). Именно в силу своей практической значимости данная тематика находит отражение в современных научных исследованиях. Стоимость фирмы привлекает внимание исследователей, как наиболее важная величина, отражающая конкурентные преимущества и инвестиционно-финансовый потенциал фирмы, поэтому проблематика управления стоимостью компании зачастую становится предметом обсуждений в научных и практических кругах.

Прогнозирование рыночной стоимости компании в современных условиях развития требует комплексного учета факторов развития, характеризующих внутреннюю и внешнюю среду компании. На сегодняшний день в современных научных исследованиях рассматривается различное сочетание факторов создания стоимости компании.

¹⁸⁷ Кудина М. В. Фундаментальная и рыночная стоимость компании / М. В. Кудина // Российское предпринимательство. – 2010. - №1(2). - С.35.

В целях раскрытия финансовых и нефинансовых аспектов создания ценности для отечественных предприятий автором были исследованы существующие эмпирические работы в применении к различным отраслям в указанном научном направлении. В современных научных кругах идет активное обсуждение вопросов влияния внешних и внутренних факторов на стоимость компании. Ряд эмпирических исследований подтверждает взаимосвязь различных аспектов корпоративного управления: структуры капитала, финансирования или дивидендных выплат со стоимостью компании, но их выводы различны в зависимости от страны, отрасли, фондовой биржи.

Далее представлен обзор фундаментальных и современных эмпирических работ, в которых влияние вышеупомянутых факторов исследуется отдельно либо в совокупности.

Проблематика влияния факторов создания ценности поднимается в работах российских и зарубежных ученых. Рост рыночной капитализации компании обеспечивает устойчивые позиции на фондовом рынке и вызывает у инвесторов определенную степень доверия, поскольку с позиции фондового рынка ее возможность генерировать доходы из года в год очевидна. С другой стороны, для компании долгосрочный рост обеспечивает привлечение дополнительных источников финансирования, которые компания могла бы направить на расширение масштабов бизнеса, улучшение качества предоставляемых услуг и продуктов, развития новых сфер деятельности (Брейли Р., Майерс С, 2008¹⁸⁸).

- ***Дивидендная политика компании как фактор создания ценности***

Значительная доля эмпирических исследований посвящена тем или иным факторам создания ценности: политике выплаты дивидендов, показателям прибыльности, соотношению заемного капитала к собственному и пр.

Одним из фундаментальных исследований в области влияния дивидендной политики на стоимость акций выступает работа М. Миллера и Ф. Модильяни (Miller, Modigliani, 1961)¹⁸⁹, демонстрирующая отсутствие влияния выплаты дивидендов на стоимость компании в условиях совершенного рынка капитала (без налогов, транзакционных издержек и других несовершенств рынка). Тем не менее, в реальном мире, где рынки далеки от совершенства, данная теория не работает.

¹⁸⁸ Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс // пер. с англ. Н. Барышниковой. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. - 1008 с.

¹⁸⁹ Miller M. Dividend policy, growth, and the valuation of shares / M. Miller., F. Modigliani // The Journal of Business. - 1961. - vol. 34. - pp. 411-433.

В условиях несовершенного рынка капитала роль дивидендной политики была существенно пересмотрена. Так М. Гордон¹⁹⁰ и Дж. Линтнер¹⁹¹ разработали теорию предпочтительности дивидендов или «синицы в руках», суть которой заключается в наличии прямой связи между дивидендной политикой фирмы и ее рыночной стоимостью. Дивидендная политика по-прежнему сохраняет интерес ученых, кредиторов, руководства и акционеров. Значимость, придаваемая дивидендной политике, обусловлена ее взаимосвязью с другими корпоративными решениями, такими как финансирование и инвестиции и ее влиянием на благосостояние акционеров и на экономику в целом. Современные научные исследования подтверждают вышеупомянутую корреляцию: о высокой или низкой стоимости компании можно судить по ее способности выплачивать дивиденды (Zulkifli, Endri, Kurniasih, 2017)¹⁹².

В эмпирических работах последних лет, при определении факторов создания ценности компании, вопросы влияния дивидендной политики также являются центральными.

Так, М. Амиду (Amidu, 2007¹⁹³) протестировал гипотезу о влиянии дивидендной политики на результативные показатели деятельности компаний в Гане. Анализ проводился с использованием данных, полученных из финансовой отчетности компаний, котирующихся на Ганской фондовой бирже (GSE-Ghana Stock Exchange). Для оценки уравнения регрессии был использован метод наименьших квадратов (МНК). На основе анализа нескольких моделей были сделаны выводы, иллюстрирующие положительную взаимосвязь между доходностью активов, дивидендной политикой и ростом продаж. Также исследование показывает, что более крупные компании имеют меньшую рентабельность активов.

Существенное влияние дивидендной политики на стоимость компании подтверждается на примере 36 производственных предприятий, котирующихся на фондовой бирже Карачи (Malik, Maqsood, 2015)¹⁹⁴. Однако для нефинансового сектора Пакистана наблюдается отрицательная связь между выплатой дивидендов и рыночной капитализацией.

В целях исследования факторов создания стоимости компании следует учитывать макроэкономические переменные в дополнение к фундаментальным переменным, а также

¹⁹⁰ Gordon M. Optimal investment and financing policy / M. Gordon // The Journal of Finance. - 1963. - vol. 18. - No 2. - pp. 264-272.

¹⁹¹ Lintner J. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations / J. Lintner // The Review of Economics and Statistics. - 1961. - vol. 44. - No 3. - pp. 243-269.

¹⁹² Zulkifli Z. Determinan Internal Dividend Payout Ratio Perusahaan Farmasi terdaftar di Bursa Efek Indonesia / Z. Zulkifli, E. Endri, A. Kurniasih // Jurnal Keuangan dan Perbankan. - 2017. - No 21(2). - pp. 238-252.

¹⁹³ Amidu M. How Does Dividend Policy Affect Firm Performance? A Ghanaian Case / M. Amidu // Investment Management and Financial Innovations. - 2007. - No 4(2). - pp. 103-112.

¹⁹⁴ Malik M. S. Impact of changes in dividend policy on firm's value: A case study of cement sector of Pakistan / M.S. Malik, M. Maqsood // Journal of Basic Sciences and Applied Research. - 2015. - No 1(4). - pp. 41-52.

оценивать перспективы будущей стоимости компании в дополнение к учету корпоративной прибыли.¹⁹⁵

- ***Показатели рентабельности и структуры капитала, как факторы создания ценности***

Помимо дивидендной политики, среди факторов воздействия на стоимость компании исследователи зачастую выделяют компоненты корпоративной финансовой политики: коэффициенты рентабельности, финансового левириджа, размера и роста фирмы.

Например, для компаний сферы недвижимости данное сопоставление (Hakim, Sunardi, 2017)¹⁹⁶ анализировалось на основе выявления влияния рентабельности, бизнес-риска, темпов роста активов, структуры собственности и совокупного заемного капитала на стоимость компаний, представленных на фондовой бирже Индонезии. Выводы в данном исследовании указывают на одновременное положительное влияние указанных факторов на стоимость фирмы.

Другой пример исследования показывает, что существенным фактором влияния на стоимость фирмы, являются нематериальные активы (положительная и значительная связь), рентабельность инвестиций (положительная и значительная связь) и долговая политика (положительная и значительная связь), в то время как другие факторы, такие как дивидендная политика и финансирование деятельности (оборотные активы, оборачиваемость активов), не оказывают существенного влияния на стоимость фирмы. Существующие сегодня финансовые отчеты или стандарты бухгалтерского учета по-прежнему имеют ограничения в измерении интеллектуального капитала и представлении отчетности о нем. Это делает компанию менее точной в предоставлении информации о фактической стоимости компании, что приводит к существенной разнице между балансовой стоимостью и рыночной стоимостью. Но это ограничение можно преодолеть, используя подход к оценке стоимости актива по справедливой стоимости.¹⁹⁷

Иорданские ученые (Al-Nimer et al., 2015¹⁹⁸), протестировали гипотезу влияния коэффициентов рентабельности на рыночную капитализацию иорданских страховых компаний, котирующихся на Амманской фондовой бирже (ASE – Amman Stock Exchange). На основе анализа временных рядов, собранных за 4 года по 25 иорданским страховым компаниям, был

¹⁹⁵ Nurdin D. Moderator Effect of Corporate Governance on the Relationship of Financial Performance and Dividend Policy, and Its Impact on Firm Value in Indonesia Stock Exchange/ D. Nurdin, MY. Kasim // Int J Econ Manag Sci 7: 499. – 2017. – pp. 1- 7.

¹⁹⁶ Hakim L. Determinant of leverage and it's implication on company value of real estate and property sector listing in IDX period of 2011-2015 / L. Hakim, N. Sunardi // Man in India. - 2017. - 97(24). - pp.131-148.

¹⁹⁷ Gamayuni R. The Effect Of Intangible Asset, Financial Performance And Financial Policies On The Firm Value / R. Gamayuni // INTERNATIONAL JOURNAL OF SCIENTIFIC & TECHNOLOGY RESEARCH. – 2015. - Volume 4. - P. 204.

¹⁹⁸ Al-Nimer M. The Effect of Profitability Ratios on Market Capitalization in Jordanian Insurance Companies Listed in Amman Stock Exchange / M. Al-Nimer, N. Alslihat // Journal of Economics and Sustainable Development, 2015. - Vol.6. - No.6. - pp.140-146.

сделан вывод о том, что коэффициенты рентабельности (ROA – рентабельность активов, ROI – рентабельность инвестиций, ROE – рентабельность собственного капитала) в совокупности оказывают влияние на рыночную капитализацию.

А. Одум (Odum et al., 2019)¹⁹⁹ изучил влияние коэффициента выплаты дивидендов на стоимость фирмы совместно с такими показателями как рентабельность, коэффициент кредитного плеча, коэффициент дивидендной политики, наличие денежных средств и размер фирмы. Результаты показали, что коэффициенты прибыльности и коэффициент кредитного плеча положительно и существенно влияют на стоимость фирмы.

Эмпирические результаты исследования (Endri и Fathony, 2020)²⁰⁰, которые проанализировали влияние дивидендной политики и рентабельности, показали, что они оказывают положительное влияние на стоимость компаний финансового сектора на период 2013–2017 гг. Вместе с тем размер компании, кредитное плечо и рост компании не оказали никакого влияния на стоимость компании в финансовом секторе за рассматриваемый промежуток времени.

Ученые университета Насаравы²⁰¹ (Nwala et al., 2020) провели исследование влияния корпоративной финансовой политики на стоимость компании в Нигерии, основываясь на анализе данных по 25 страховым компаниям за 7 лет. Авторы сгруппировали параметры корпоративной финансовой политики и представили в виде следующих показателей: дивиденды, выпуск акций, заемный и собственный капитал, доходность активов. Коэффициент Тобина был принят как показатель, отражающий рыночную стоимость компании. Полученные результаты свидетельствуют о наличии существенной связи между выплатой дивидендов, эмиссией акций и стоимостью компании. Вместе с тем они указывают на отсутствие какой-либо существенной связи рентабельности активов с выплатой дивидендов, заемным и собственным капиталом и выпуском акций в течение исследуемого периода. Таким образом, была подтверждена статистическая значимость влияния таких показателей как выплата дивидендов и выпуск акций на стоимость компании.

Стоимость бизнеса может быть повышена несколькими способами. К примеру, рентабельность бизнеса может служить одним из факторов роста стоимости компании, поскольку большинство инвесторов предпочитают покупать акции по высокой цене при генерировании денежных потоков в краткосрочной и долгосрочной перспективе.

¹⁹⁹ Odum A. N. Impact of dividend payout ratio on the value of firm: A study of companies listed on the Nigerian Stock Exchange/ A.N. Odum, C.G. Odum, R. I. Omeziri, C. F. Egbunike // Indonesian Journal of Contemporary Management Research. - 2019. - No 1(1). - pp.107-119.

²⁰⁰ Endri E. Determinants of firm's value: Evidence from financial industry / E. Endri, M. Fathony // Management Science Letters. - 2020. - pp. 111–120.

²⁰¹ Nwala M. Impact of corporate financial policies on firm value of quoted insurance firms in Nigeria/ M. Nwala, J. Gimba, G. Oyedokun //Fountain University Osogbo Journal of Management (FUOJM). - 2020. - No 5(1). - pp. 219 – 236.

Альтернативный способ создания стоимости в компании – генерирование денежных потоков по существующим направлениям бизнеса. Дифференциация производства ключевых продуктов отрасли и географического присутствия также позволяет устанавливать выгодные цены, исходя из спроса и предложения на рынке.²⁰²

Однако на практике возможны случаи, при которых ценность роста стоимости уменьшается в большей степени, чем ценность спреда, что указывает на актуальность наращивания стоимости компании для высокоэффективных производств.²⁰³ Вместе с тем определенный эффект для компаний дает публикация информации о нефинансовой информации. Например, для предприятий фондовой биржи Тегерана положительное влияние на стоимость компании оказывают раскрытие данных об интеллектуальном капитале предприятия и состоянии человеческих ресурсов. Добровольное раскрытие информации рассматривается инвесторами более ценным вложением. Вместе с тем раскрытие информации для предприятий важно с точки зрения следования определенным требованиям отечественным и международным требованиям повышения качества своих человеческих ресурсов.²⁰⁴

Так, компоненты корпоративной финансовой политики компании не могут рассматриваться изолировано друг от друга, поскольку она выступает одной из наиболее важных областей принятия финансовых решений в силу ее взаимосвязи со стратегическими и тактическими целями компании. Очевидно, что различия в конечных оценках влияния факторов обусловлены той экономической средой, в которой ведет свою деятельность фирма. По этой причине исследование вопросов создания рыночной ценности компании на развитых рынках на отраслевом уровне позволит выявить тенденции создания стоимости компаний развивающихся рынков в контексте общемировых трендов, а также решить ряд вопросов относительно специфики деятельности компании данной отрасли²⁰⁵.

При формировании выборки исследования мы охватили публичные компании, акции которых представлены на публичном рынке капитала. Стоит отметить, что само наличие рыночной стоимости компании говорит о том, что компания провела процедуру первичного публичного размещения акций, а значит, что они свободно торгуются на бирже и выступают неким ориентиром изменения ее положения относительно своих конкурентов²⁰⁶. Выход на

²⁰²How To Determine Your Company's Worth And Increase Its Value [Электронный ресурс].- Режим доступа: URL: <https://www.forbes.com/sites/forbesbusinesscouncil/2019/11/14/how-to-determine-your-companys-worth-and-increase-its-value/?sh=79bda6b86e9f> (дата обращения 28 апреля 2021)

²⁰³ Когденко В.Г. Анализ стратегии бизнеса с помощью финансовых моделей / В.Г. Когденко//Стратегический менеджмент. - 2010. – 13 (37). С. 37.

²⁰⁴ Ghasempour A. Quality of Intellectual Capital and Human Resources Disclosure on the Firm Valuation / A. Ghasempour, M.A.M. Yusof // Open Journal of Accounting. - 2014. – № 3. - pp. 59–70.

²⁰⁵ Чупанова Х. А. Взаимосвязь рыночной капитализации с показателями стоимости высокотехнологичных компаний / Х. А. Чупанова // Экономика, предпринимательство и право. – 2019. – Том 9. – № 3. – С. 191–206.

²⁰⁶ Чупанова Х. А. IPO как источник финансирования деятельности компании: на примере Казахстана / Х.А. Чупанова, У.А. Муртазаева // Экономика Центральной Азии. — 2020. — Том 4. — №3. — С. 233–242.

публичный рынок капитала требует соответствия определенным условиям, затрагивающим финансовые результаты деятельности компании за предыдущие периоды, зрелость и известность бизнеса и предлагаемой продукции, заинтересованность и взаимодействие всех членов руководства компании, выгоды от размещений, а также текущей рыночной ситуации. Таким критериям может соответствовать далеко не каждая компания, что делает затруднительным выбор в пользу какой-либо отрасли российской экономики.²⁰⁷

- ***Факторы устойчивого развития в финансовом управлении***

В 1987 году в докладе «Наше будущее» Международной комиссии ООН по окружающей среде и развитию на международном уровне была освещена концепция устойчивого развития, в которой под устойчивым развитием понималась деятельность, направленная на развитие, не приносящее вреда последующим поколениям.²⁰⁸ В 1992 году по итогам конференции в Рио-де-Жанейро документально закреплена программа действий по решению правительствами государств проблем концепции устойчивого развития.²⁰⁹ Позднее была основана некоммерческая организация Carbon Disclosure Project (CDP), которая осуществляет деятельность по раскрытию информации об углеродных выбросах, которая ведет глобальную базу данных о деятельности предприятий, приводящей к выбросу парниковых газов, агрегирует всю информацию о возможных инвестиционных рисках и возможностях, вызванных изменениями климатических условий, а также присваивает предприятиям климатический рейтинг. В России деятельность CDP была активизирована в 2009 году. Был проведен опрос крупнейших 50 компаний, котирующихся на фондовой бирже РТС. Так, например, РУСАЛ, первый из предприятий алюминиевой отрасли, в международном рейтинге CDP в 2020 г. был признан глобальным лидером по работе с климатическими рисками.²¹⁰ Учет факторов устойчивого развития или ESG (Environmental, Social, Governance) в начале 20 века оказался на пике повышенного внимания со стороны международного сообщества. Так, впервые о значимости их учета было объявлено в 2006 г. генеральным секретарем ООН в рамках разработанных и представленных принципов ответственного инвестирования (Principles for Responsible Investment – PRI), предусматривающих учет ESG (Environmental, Social, Governance) факторов при принятии инвестиционных решений. Ответственное инвестирование стало

²⁰⁷ Чупанова Х. А. Взаимосвязь рыночной капитализации с показателями стоимости высокотехнологичных компаний / Х. А. Чупанова // Экономика, предпринимательство и право. – 2019. – Том 9. – № 3. – С. 191–206.

²⁰⁸ Доклад Международной комиссии по окружающей среде и развитию (МКОСР). 1987. [Электронный ресурс] Перевод с английского. Под ред. С. А. Евтеевой и Р.А. Перелета. Режим доступа: URL: <http://устойчивоеразвитие.рф/files/monographs/OurCommonFuture-introduction.pdf>

²⁰⁹ Повестка дня на XXI век. Принята Конференцией ООН по окружающей среде и развитию, Рио-де Жанейро, 3–14 июня 1992 г. - 1992[Электронный ресурс]. - Режим доступа: URL: https://www.un.org/ru/documents/decl_conv/conventions/agenda21.shtml

²¹⁰ РУСАЛ – глобальный лидер в климатическом рейтинге Carbon Disclosure Project (CDP) [Электронный ресурс].- Режим доступа: <https://rusal.ru/press-center/press-releases/rusal-globalnyy-lider-v-klimaticheskom-reytinge-carbon-disclosure-project-cdp/>

приобретать все большую актуальность как ответ на возрастающую заинтересованность институциональных инвесторов не только в потенциальном уровне дохода, но и в следовании принципам устойчивого развития с соблюдением баланса финансовых и общественных интересов, таких как: социальные, экологические и управленческие, в том числе при оценке эффективности осуществленных вложений.²¹¹ Международный глобальный альянс по достижению целей устойчивого развития в сфере банковского обслуживания (The Global Alliance for Banking on Values – GABV) был основан в 2009 г. GABV является независимой сетью банков и банковских кооперативов, преследующих цель обеспечения устойчивого развития в различных социально-экономических аспектах (в частности, экономическом, социальном и экологическом). Актуальность повестки устойчивого развития за последние 10 лет сохраняется на международной арене. Так, в сентябре 2015 года на конференции ООН обсуждалась долгосрочная стратегия направлений в области достижения целей устойчивого развития (ЦУР) до 2030 года, которая включает в себя 17 глобальных ЦУР и 169 соответствующих задач, затрагивающих вопросы ликвидации нищеты и неравенства, реализацию гражданских прав, рационального использования природных ресурсов и пр. Все эти цели направлены на достижение сбалансированности трех аспектов устойчивого развития: экономического, социального и экологического. Россия поддерживает данную проблематику и входит список стран, принявших ЦУР. Так, 2020 году был опубликован российский независимый обзор по достижению ЦУР: «2020–2030 гг.: десятилетие действий для ЦУР в России. Вызовы и решения».

О значимости следования принципам устойчивого развития свидетельствует мировая практика, в частности, именно инвесторы формируют спрос на ценные бумаги, связанные с устойчивым развитием, что формирует стимулы для выработки количественных показателей, способствующих достижению положительных результатов в реализации целей устойчивого развития.

Центральный банк Российской Федерации рекомендует институциональным инвесторам в целях защиты и повышения долгосрочной доходности вложений осуществлять деятельность в области устойчивого развития согласно принципам ответственного инвестирования.²¹² Регуляторная политика по данному вопросу находится на этапе интенсивного формирования, в том числе решение проблемных вопросов в области декарбонизации, зеленых финансовых инструментов, ответственного инвестирования, ESG-трансформации и формирования публичной отчетности по устойчивому развитию.

²¹¹ Петренко Л. Д. ESG-критерии в практике принятия инвестиционных решений / Л. Д. Петренко // Международный научно-исследовательский журнал. - 2020. - Часть 2. - № 11 (101). - С. 100.

²¹² Информационное письмо Центрального банка Российской Федерации о рекомендациях по реализации принципов ответственного инвестирования. Участникам рынка ценных бумаг от 15 июля 2020 г. № ИН-06-28/111.

В части методологической базы в области устойчивого развития отметим, что в соответствии с распоряжением Правительства Российской Федерации от 18 ноября 2020 г. № 3024-р «О координирующей роли Минэкономразвития России по вопросам развития инвестиционной деятельности и привлечения внебюджетных средств в проекты устойчивого (в том числе, зеленого) развития в Российской Федерации» за Минэкономразвития России закреплена координирующая роль по вопросам развития инвестиционной деятельности и привлечения внебюджетных средств в проекты устойчивого развития. ВЭБ.РФ выступает в качестве методологического института по финансовым инструментам в сфере устойчивого развития.

Приказом Минэкономразвития России от 18 декабря 2020 г. № 838 создана межведомственная рабочая группа (МРГ) по вопросам развития инвестиционной деятельности и привлечения внебюджетных средств в проекты устойчивого (в том числе, зеленого) развития в целях обеспечения эффективного взаимодействия федеральных органов исполнительной власти, Банка России, институтов развития, бизнеса и профессионального сообщества по вопросам развития инвестиционной деятельности и привлечения внебюджетных средств в проекты развития.

В целях финансирования отечественных проектов в области экологии, защиты окружающей среды и социально-значимых проектов в 2019 г. на Московской бирже создан Сектор устойчивого развития. Он включает в себя 3 составляющих сегмента: облигаций устойчивого развития, сегмент облигаций, связанных с ЦУР, сегмент национальных и адаптационных проектов. В конце 2021 года в Сектор устойчивого развития входило 22 выпуска зеленых, социальных и адаптационных облигационных отечественных облигаций (совокупный объем составил 192,6 млрд руб.).

Нефинансовая отчетность выступает индикатором вовлеченности компаний в реализацию принципов устойчивого развития на корпоративном уровне во взаимосвязке с глобальными приоритетами и требованиями инвесторов. Предметом рассмотрения проблематики вовлеченности российских компаний в реализацию ESG-повестки явилась статья российских исследователей Г. Соболевой и Е. Зуги²¹³, которые выявили недостаточную вовлеченность российских компаний в реализацию целей устойчивого развития, за исключением крупных компаний-лидеров, которые раскрывают в нефинансовой отчетности качественную информацию.

Таким образом, проблематика устойчивого развития становится центральным вопросом

²¹³ Соболева Г. В. Вовлеченность российских компаний в реализацию ESG-повестки: социальный и корпоративный аспект в контексте нефинансовой отчетности / Г. В. Соболева, Е.И. Зуга // Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика. - 2022. - 38 (3). - с. 365–384.

взаимодействия субъектов хозяйственной деятельности, предопределяющая поиск некоего баланса между финансовыми и общественными интересами как на международном уровне, так и на корпоративном.

Проведенный анализ эмпирических работ показывает актуальность рассмотрения факторов корпоративной финансовой политики, дивидендной политики на стоимость компании. Однако современные тренды развития корпоративного сектора в контексте общемировых трендов предопределяют существование, помимо прочих, факторов устойчивого развития.

Развитие глобального рынка капитала предопределяет наличие острой конкуренции между предприятиями, требующей от менеджеров реализации перспективных бизнес-стратегий, нацеленных на улучшение финансовых показателей. Одним из немаловажных методов решения данной задачи выступает публикация качественной информации, выражающейся в публикации отчетности для инвесторов.

Многочисленные работы взаимосвязи метрик эффективности стоимостного подхода демонстрируют неоднозначные результаты. Исследования последних лет показывают, что элементы корпоративной финансовой политики компании могут рассматриваться как драйверы роста ее стоимости, однако их выводы различны. В связи с этим, требуется дальнейшее развитие и исследование рассматриваемой проблематики для металлургических предприятий.

Значительная доля эмпирических исследований посвящена тем или иным факторам создания ценности: политики выплаты дивидендов, прибыльности и рентабельности, финансовой устойчивости и прочих драйверов.

Необходимость учета показателей, отражающих цепочку создания стоимости, признается российскими учеными. Несмотря на специфичность показателей для каждой конкретной отрасли, возможно предпринять попытку формулировки укрупненных факторов создания ценности, которые присущи (концептуально) любому бизнесу. Контроль выбранных показателей позволит менеджменту своевременно принимать решения и влиять на стоимость через инструменты финансового менеджмента.²¹⁴

Учитывая эмпирические исследования по данной проблематике, специфику самой металлургической промышленности, а также глобальных целей устойчивого развития автором выделяется ряд ключевых факторов создания стоимости компании. Вместе с тем выбор коэффициентов осуществлялся на основе проведенных ранее эмпирических исследований по данной проблематике, а также формулировки логических взаимосвязей. В качестве зависимой переменной был выбран логарифм рыночной капитализации. В таблице 7 представлены предлагаемые для рассмотрения факторы, а также формулы их расчета.

²¹⁴ Мельник М. В. Концепция экономического анализа, ориентированного на оценку цепочки создания стоимости / М.В. Мельник, В.Г. Когденко // Теория экономического анализа. – 2010. – 7 (172). С. 6.

Таблица 7 – Финансовые и нефинансовые факторы влияния на стоимость предприятия

№	Обозначение в модели	Название фактора	Формула расчета
1.	QTobins _{it}	Коэффициент Тобина (интеллектуальный капитал)	$\frac{\text{Рыночная капитализация}}{\text{Активы} - \text{Краткосрочные обязательства}}$
2.	FL _{it}	Коэффициент финансового левериджа (уровень долговой нагрузки)	$\frac{\text{Заемный капитал}}{\text{Собственный капитал}}$
3.	GVA _{it}	Доля ВДС металлургического производства в ВДС обрабатывающих производств	$\frac{\text{ВДС}_{\text{металлургическое производство}}}{\text{ВДС}_{\text{обрабатывающие производства}}}$
4.	dDIVpay ₁	Фиктивная переменная, характеризующая выплату дивидендов	dDIVpay ₁ = 1 – дивиденды выплачены. dDIVpay ₀ = 0 – дивиденды не выплачивались.
5.	dESGreport ₁	Фиктивная переменная, характеризующая наличие нефинансовой отчетности	dESGreport ₁ = 1 – наличие нефинансовой отчетности. dESGreport ₀ = 0 – отсутствует нефинансовая отчетность.

Составлено автором

Общая логика работы основана на построении эконометрической модели на основе панельных данных (методология исследования и результаты представлены в параграфе 3.2. диссертационного исследования), функциональная зависимость которой может быть выражена следующим образом (формула 11).

Исследуемое уравнение множественной регрессии может быть представлено следующим образом²¹⁵:

$$\ln MC_{it} = \alpha_i + QTobins_{it}\beta_1 + FL_{it}\beta_2 + GVA_{it}\beta_3 + dDIVpay\beta_4 + dESGreport_{1}\beta_5 + \varepsilon_{it} \quad (11),$$

где

- α_i – значение, соответствующее детерминированным индивидуальным эффектам;
- $\beta_1 - \beta_5$ – результаты оценок коэффициентов множественной регрессии;
- QTobins_{it} – коэффициент Тобина;
- FL_{it} – коэффициент соотношения заемного капитала к собственному;
- GVA_{it} – вклад металлургического производства в ВДС обрабатывающих производств;
- dDIVpay₁ – фиктивная переменная, характеризующая наличие факта выплаты дивидендов (1 – выплачивались; 0 – не выплачивались);

²¹⁵ Калайда С.А. Теоретические основы формирования категории «стоимость компании» и современные практические аспекты ценностно-ориентированного управления / Калайда С.А., Чупанова Х. А. // Экономика, предпринимательство и право. – 2024. – Том 14. – № 6. С. 3243-3262.

- $dESGreport_1$ – фиктивная переменная, характеризующая наличие нефинансовой отчетности в области устойчивого развития (1 – публикуется, 0 – не публикуется);
- ε_{it} – остатки модели, представляющие собой разницу между наблюдаемыми и предсказанными моделью значениями.

Весомой ценностью предлагаемой эконометрической модели в сравнении с ранее существовавшими является более комплексный учет предложенных автором новых укрупненных группировок в представленной комбинации (показатели измерения интеллектуального капитала, соотношения заемного капитала к собственному, масштаба металлургического производства, политики выплаты дивидендов, а также направлений в достижении целей по глобальному устойчивому развитию), что приводит к определенному экономическому эффекту на стоимость компании и предоставляют менеджменту возможность выработки новых управленческих решений на их основе с помощью математически обоснованных результатов. Отличительной особенностью данной модели выступает выбор сочетания именно этих факторов создания ценности и обоснование такого выбора в применении к развитию конкретно металлургической отрасли.

Обоснование выбора коэффициентов

Количественные показатели:

1. Интеллектуальный капитал, выражаемый коэффициентом Тобина (QTobins). С проникновением в отрасль промышленности технологических и промышленных инноваций различного вида возникает потребность в выявлении значения интеллектуального капитала для фирмы. Эффективное управление предприятием зависит от использования интеллектуального капитала и выступает в качестве дополнительного конкурентного преимущества. Более того, выбор данного показателя согласуется со «Стратегией развития металлургической промышленности Российской Федерации до 2030 года»²¹⁶. В ней предполагается усиление научно-технического потенциала металлургической отрасли в части двух видов материалов. Речь идет о материалах со стандартными свойствами, выпускаемых в массовое производство и материалов со специфическими требованиями и соответствующими характеристиками. В этой связи в обозримой перспективе перед отраслью стоит две укрупненные научно-технические задачи. В части первой группы товаров – проведение исследований, связанных с разработкой новых энерго- и ресурсосберегающих технологий, которые могли бы обеспечить снижение негативного влияния на окружающую среду в виде вредных веществ и разработку технологий

²¹⁶ Распоряжение Правительства РФ от 28 декабря 2022 г. № 4260-р «Об утверждении Стратегии развития металлургической промышленности РФ на период до 2030 г.» [Электронный ресурс].- Режим доступа: URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/405963845/>.

утилизации и переработки отходов производства. В части второй группы материалов – научно-технические задачи, которые связаны с необходимостью производства импортозамещающих материалов и новой металлопродукции, ранее не представленной на рынке. Роль интеллектуального капитала в современных условиях для предприятий металлургической отрасли будет возрастать, поскольку внедрение инновационных инструментов в деятельность промышленных компаний потенциально может обеспечить высокотехнологичный процесс производства и способствовать его интенсификации. Так, в условиях возникновения новой экономической реальности, одно из важнейших мест в хозяйственной деятельности предприятия отводится интеллектуальному капиталу, который измеряется различными способами. Влияние интеллектуального капитала на стоимость предприятия исследовалось различными авторами и в большинстве из них подтверждается, что интеллектуальный капитал является стратегическим активом, который оказывает положительное влияние на стоимость и финансовое благополучие фирмы.²¹⁷

В данном исследовании оценка интеллектуального капитала произведена на основе коэффициента, предложенного американским ученым Джеймсом Тобиным. Предложенный им метод оценки интеллектуального капитала компании заключается в выделении той компоненты стоимости, которая не отражена в финансовой отчетности. Так, коэффициент QTobins (или коэффициент Тобина) выражает отношение между рыночной оценкой и внутренней стоимостью предприятия. Если QTobins принимает значение больше единицы, то можно говорить о наличии на предприятии интеллектуального капитала в размере превышения единицы.²¹⁸ В контексте данной работы подтверждение гипотезы о существенности влияния действий менеджмента, направленных на наращивание интеллектуального капитала, будет способствовать созданию добавленной стоимости на предприятии ввиду открытия новых возможностей в производстве новой продукции.

2. Коэффициент финансового левериджа (FL) показывает, сколько капитала поступает в виде долга (кредитов), или оценивает способность компании выполнять свои финансовые обязательства. Данный показатель характеризует сумму заемного капитала, привлеченного на единицу собственного. Динамика коэффициента финансового левериджа требует постоянного мониторинга, поскольку он в свою очередь подвержен влиянию различных факторов. Так, например, при высокой зависимости от заемных средств в период ухудшения экономических условий (рост ключевой ставки, удорожание сырья и материалов, ограничение экспортных

²¹⁷ Абрамишвили Н.Р. Модель интеллектуального капитала в диагностике высокотехнологичных компаний / Н.Р. Абрамишвили, Н. А. Львова // Финансовая аналитика: проблемы и решения. - 2014. -№ 25. – С. 26.

²¹⁸ Сиразетдинов Р.М. Применение метода Дж. Тобина к исследованию интеллектуального капитала на инновационно активных предприятиях / Р.М. Сиразетдинов, Л. Н. Устинова // Российское предпринимательство. - 2015. - №16 (19). - С. 3288.

поставок в связи с закрытием рынков сбыта и т.д.) стоимость заемных средств может существенно превысить уровень рентабельности предприятия. Такого рода снижение финансовой устойчивости предприятия может привести к негативным последствиям, в том числе к увеличению риска банкротства предприятия, а с другой стороны – к росту процентной ставки со стороны кредиторов и, как следствие, удорожанию стоимости обслуживания долга. Категория коэффициента левериджа важна, поскольку компании полагаются на сочетание капитала и долга для финансирования своей деятельности, и знание суммы долга, удерживаемого компанией, полезно для оценки того, может ли она погасить свои долги по мере их наступления.

3. Масштаб металлургической отрасли, выражаемый показателем - доля ВДС металлургического производства в ВДС обрабатывающих производств. Показатель отражает динамику металлургических производств, его вклад в добавленную стоимость обрабатывающих производств. В данном исследовании показатель характеризует масштаб металлургической отрасли в количественном выражении и отражает влияние коллективной стратегии отрасли на рыночную капитализацию металлургических предприятий. Вклад металлургического производства в ВДС обрабатывающих производств, по мнению автора, выступает в качестве показателя, отражающего размер металлургической отрасли. При этом стоит отметить, что производство потенциально включает в себя экспортную составляющую, тем самым обеспечивает как внутреннее потребление, так и экспортные поставки (внешний спрос).

С экономической точки зрения данный фактор представляет собой важный управленческий аспект. Так, согласно отчету международной консалтинговой и аудиторской компании Delloite, коллективные стратегии или стратегические альянсы направлены на получение конкурентного преимущества за счет совместного использования нескольких независимых организаций. Коллективные стратегии позволяют объединить финансовые, материальные и интеллектуальные ресурсы компаний-участников для решения стратегических важных задач отрасли.²¹⁹

Выбор данного фактора обусловлен и существенной социально-экономической ролью отрасли для страны. Так, согласно «Стратегии развития металлургической промышленности Российской Федерации до 2030 года» отрасль характеризуется весомым вкладом в ВДС обрабатывающих производств (17,4%), в экспорт (10%), в экспорт обрабатывающей промышленности (29,2 %) и в занятость (2,6%). Производство в отрасли обеспечивает как внутреннее потребление, так и внешний спрос. При этом приоритетными для поставок продукции отрасли выступают государства-члены ЕАЭС и СНГ, Турция, Латинская Америка,

²¹⁹ Обзор рынка черной металлургии. Москва, первое полугодие 2019 г. [Электронный ресурс] .- Режим доступа: URL: <https://www.csr.ru/upload/iblock/d4b/d4b9f67f27e41cb9ec867ddfeb6fc6a9.pdf> (дата обращения: 17 марта 2024 г.)

Африка, Ближний Восток и Юго-Восточная Азия.²²⁰ Поскольку валовая добавленная стоимость обрабатывающей промышленности отражает совокупную стоимость продукции между выпуском товаров и услуг и промежуточным потреблением (стоимость товаров и услуг, израсходованных в процессе производства) целесообразно предположить, что вклад конкретно металлургической отрасли в обрабатывающие производства в динамике будет отражать ее масштаб в структуре обрабатывающих производств.

Несмотря на то, что отрасль вносит вклад в экспортную составляющую страны, внутреннее потребление будет стимулироваться за счет формирования гарантированного спроса со стороны потребителей. Вместе с тем приоритетное внимание согласно главному документу стратегического планирования отрасли - Стратегии развития металлургической отрасли, необходимо уделять созданию условий для реализации внутреннего спроса, что в свою очередь требует, прежде всего, наращивания отечественного производства. Более того, влияние данного показателя рассматривается нами не в отрыве от других факторов, а в совокупности с вышеперечисленными, что предполагает создание более качественной продукции отрасли. Например, продукция предприятия ММК в объеме более 80% реализуется на внутреннем рынке России и стран ближнего зарубежья²²¹,

Влияние масштаба бизнеса на рыночную капитализацию рассматривается нами в качестве гипотезы для исследования в связи с предположением о синергетичности бизнеса, которая подразумевает влияние эффективности отрасли на рыночную стоимость металлургических компаний. Синергетический эффект заключается в следовании тенденциям развития отрасли, кооперации с отраслевыми сообществами, участии в инфраструктурных проектах и пр., что может способствовать созданию дополнительной стоимости в компании. В связи с вышеизложенным значимость данного фактора весома в контексте функционирования предприятия как структурной единицы отрасли, однако требует больших усилий со стороны менеджмента предприятия в реализации коллективных стратегических задач отрасли.

Качественные показатели:

4. Дивидендная политика (dDIVpay).

Дивидендная политика представляет собой основу для принятия управленческих решений в части полученного конечного финансового результата – чистой прибыли. Без понимания особенностей дивидендной политики принятие решений по структуре источников финансирования и развития инвестиционной деятельности становится весьма затруднительным

²²⁰ Распоряжение Правительства РФ от 28 декабря 2022 г. № 4260-р «Об утверждении Стратегии развития металлургической промышленности РФ на период до 2030 г.» [Электронный ресурс].- Режим доступа: URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/405963845/>.

²²¹ Официальный сайт ПАО «ММК». [Электронный ресурс]. - Режим доступа: URL: <https://MMK.ru/ru/investor/investment-attractiveness/> (дата обращения: 9 апреля 2024 г.)

для менеджмента. Такая политика должна сочетать интересы общества и его акционеров. Существует несколько способов организации дивидендной политики в компании. Первый – консервативный подход, когда дивиденды выплачиваются по остаточному принципу, а их размер является стабильным. Второй – умеренный подход (или компромиссный), где практикуется выплата стабильного размера дивидендов с различными надбавками в отдельные периоды. И третий – агрессивный подход, при котором дивиденды постоянно растут. Выплата дивидендов может потенциально рассматриваться в качестве фактора, повышающего стоимость компании. Инвесторы учитывают ее в качестве ключевого параметра, отражающего возможность генерации дополнительной ценности на предприятии.

5. Отчетность в области устойчивого развития (dESGreport).

Данный показатель отражает следование предприятия принципам устойчивого развития, раскрываемых в нефинансовой отчетности компании. Так, наличие нефинансовой отчетности в области устойчивого развития определялось на основе открытых информационно-аналитических источников, а том числе информационно-аналитической базы Refinitiv Eikon. Например, группа НЛМК по состоянию на 2 квартал 2023 года занимала первое место среди российских металлургических компаний в рейтинге «Топ-50 компаний зеленого энергоперехода», при этом аналитики независимого агентства RAEX-Eurore отмечают об опыте НЛМК в применении возобновляемой энергии. По данным предприятия, около 80% вырабатываемой и направляемой на производственные нужды электроэнергии производится за счет вторичных газов.²²² Роль нефинансовой информации для всех заинтересованных лиц находит отражение в декларации «О целях корпорации», подписанной главами 181 крупнейших американских компаний, входящих в Ассоциацию «Круглый стол по бизнесу», 19 августа 2019 г. В декларации заявлен переход от создания стоимости для акционеров к созданию стоимости и блага для всех заинтересованных лиц, включая акционеров. На международном уровне о переходе от парадигмы, в которой главной целью корпорации считается получение прибыли и создание стоимости для акционеров, к новой, устанавливающей целью деятельности корпорации создание устойчивой стоимости для всех заинтересованных лиц, заявил Всемирный экономический форум в конце 2019 года.»²²³

Развивая и совершенствуя политику в области устойчивого развития, предприятия, тем самым, повышают потенциальный долгосрочный рост и способствуют генерированию более

²²² Официальный сайт группы НЛМК. [Электронный ресурс].- Режим доступа: URL: <https://nlmk.com/ru/media-center/press-releases/gruppa-nlmlk-lider-reytinga-top-50-kompaniy-zelenogo-energo perekhoda/>

²²³Рекомендации по раскрытию публичными акционерными обществами нефинансовой информации, связанной с деятельностью таких обществ. Информационное письмо о рекомендациях по раскрытию публичными акционерными обществами нефинансовой информации, связанной с деятельностью таких обществ от 12 июля 2021 года № ИН-06-28/49 [Электронный ресурс]. - Режим доступа: URL: https://cbr.ru/StaticHtml/File/117620/20210712_in-06-28_49.pdf.

высокой стоимости фирмы как для акционеров и стейкхолдеров, так и для общества, что также положительно скажется на их инвестиционной привлекательности, поскольку пользователи отчетности (кредиторы, инвесторы, другие заинтересованные лица) получают более расширенную информацию и понимание о стратегических планах развития предприятия в контексте общих принципов устойчивого развития. Этим преимущественно и объясняется выбор данного фактора.

Апробация представленной методики оценки рыночной стоимости проведена нами далее в параграфе 3.2 на примере российских металлургических компаний. Выявление степени влияния параметров на рыночную ценность позволит внедрить результаты оценки в комплексный подход к стоимостному управлению.

Выводы по главе 2

В рамках работы над второй главой диссертации сделаны следующие ключевые выводы и формулировки:

- исследованы текущие тенденции развития металлургической отрасли на уровне стратегического планирования, определены тенденции развития отрасли, а также выявлена роль металлургических компаний на публичном рынке капитала;
- на основе фундаментальных и прикладных научных исследований автором выдвинуто предположение о возможности применения модели остаточной чистой прибыли в оценке стоимости металлургических компаний с применением предложенной автором поэтапной методики;
- разработан критерий эффективности деятельности в рамках VBM – показатель добавленной нормы остаточной чистой прибыли (RORI), определены критерии разрушения и создания стоимости компании по данному критерию;
- разработан критерий динамичности стратегического роста стоимости предприятия (SGRI), который позволяет определить степень реакции изменения рыночной стоимости относительно изменения фундаментальной стоимости активов;
- разработана методика финансового управления стоимостью компании с позиции фондового рынка на основе логарифма рыночной капитализации в зависимости от коэффициента Тобина, финансового леввериджа, доли металлургического производства в ВДС страны, дивидендной политики, а также фактора раскрытия нефинансовой отчетности в области устойчивого развития, определяемых в качестве факторов создания стоимости.

ГЛАВА 3. ПРАКТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ РЕАЛИЗАЦИИ МОДЕЛИ ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ ПРЕДПРИЯТИЯ

3.1 Оценка финансовой эффективности стоимостного управления на основе модели остаточной чистой прибыли

В параграфе 2.2. была описана поэтапная методика оценки фундаментальной стоимости компании с использованием модели остаточной чистой прибыли, а также формула вычисления критерия эффективности деятельности и стратегического роста стоимости в рамках стоимостного управления, базирующегося на модели остаточного дохода (в качестве дохода в данном случае нами рассматривается чистая прибыль).

Такая модель, в частности, предполагает расчет основных ее компонент, которые с определенной степенью субъективности могут искажать реальные экономические процессы. В этой связи разработанный нами алгоритм финансовой эффективности управления фундаментальной стоимостью будет апробирован на примере данных 5 металлургических компаний за временной период 10 лет (2011-2020 гг.).

Далее мы рассчитали фундаментальную стоимость капитала компании, проделав ряд корректировок в расчете ставки дисконтирования, затем была выявлена взаимосвязь показателей модели остаточной чистой прибыли с рыночной капитализацией, на основе которой нами предложены показатели стоимостного управления.

1. Корректный учет отраслевых рисков.

Требуемый уровень доходности отражает не частный риск, а общий уровень риска на фондовом рынке в условиях высокоэффективного и высоколиквидного рынка. Детальный расчет ставки дисконтирования с учетом странового риска представлен в таблице 8. Информационная база для расчета основных компонент модели остаточной чистой прибыли включает финансовые результаты годовой консолидированной отчетности, отраслевые данные из открытых источников и информационно-аналитической базы Refinitiv Eikon, сайт Асвата Дамодарана, данные Росстата.

Ставка дисконтирования была рассчитана на основе модели CAPM, которая представлена в формуле 1, однако показатель $(r_m - r_f)$ был заменен нами на показатель ERP, данные по которому в отраслевом разрезе представлены в базе данных Асвата Дамодарана, они и использовались в дальнейшем расчете (формула 12).

$$r_e = r_f(\text{inflation}) + \beta_e * ERP + C, \quad (12)$$

где

- r_e – ставка требуемой доходности;
- ERP – дополнительная доходность инвесторов, превышающая доходность, которую они могли бы потенциально получить, инвестируя в безрисковые активы;
- β_e – коэффициент, отражающий недиверсифицируемый рыночный риск;
- C – страновой риск.

Данные по инфляции взяты из информационно-аналитической базы Statista, разница между рыночной доходностью и доходностью безрискового актива (ERP), а также данные по страновому риску были взяты из базы данных сайта Асвата Дамодарана.

Рассчитанная ставка дисконтирования для долларового денежного потока, в этой связи был произведен пересчет ставки для рублевого денежного потока (формула 2). Результаты расчета представлены в таблице 8.

Таблица 8 – Расчет ставки дисконтирования

Показатель	Ед. изм.	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
$\beta_{\text{emerging county}}$	доля	0,90	1,36	1,28	1,29	1,44	1,35	1,50	1,42	1,26	1,14
r_f (inflation)	%	6,1	6,6	6,5	11,4	12,9	5,4	2,5	4,3	3,0	4,9
ERP	%	8,3	7,5	7,6	13,7	9,7	8,3	8,0	8,1	6,2	6,1
C	%	2,3	1,7	2,6	8,0	3,5	2,6	2,9	2,2	1,0	1,4
r_E	%	15,8	18,5	18,9	37,0	30,4	19,1	17,4	17,9	12,0	13,2
$(1 + r_e)^*$	%	115,8	118,5	118,9	137,0	130,4	119,1	117,4	117,9	112,0	113,2
i_{rus}	%	8,2	8,4	8,3	8,7	10,2	9,4	9,0	9,3	8,9	6,6
$(1+i_{\text{rus}})^*$	%	108,2	108,4	108,3	108,7	110,2	109,4	109,0	109,3	108,9	106,6
i_{usa}	%	2,1	2,1	1,9	2,0	2,4	2,6	2,1	2,5	2,7	1,7
$(1+i_{\text{usa}})^*$	%	102,1	102,1	101,9	102,0	102,4	102,6	102,1	102,5	102,7	101,7
r_{rub}	%	22,7	25,9	26,4	46,1	40,3	27,0	25,2	25,8	18,7	18,7

Рассчитано автором на основе данных сайта Асвата Дамодарана, официальных данных ЦБ РФ, а также информационно-аналитической базы Statista.

**Данные слагаемые рассчитывались в абсолютных значениях (в долях), а в таблице представлены в процентах для сопоставимости ключевых составляющих ставки CAPM в процентах.*

2. Расчет ключевых компонент остаточной чистой прибыли.

Далее нами были рассчитаны основные компоненты модели остаточной чистой прибыли для 5 крупнейших российских металлургических компаний.

Расчет основных компонент производился на основе сформулированных в параграфе 2.2. формул расчета ставки дисконтирования по модели CAPM, остаточной чистой прибыли, перпетуитета остаточной чистой прибыли, а также самой фундаментальной стоимости. Расчеты представлены в таблице 9. В таблице введены следующие обозначения:

- A – перпетуитет остаточной чистой прибыли;
- E – стоимость собственного капитала;
- V – фундаментальная стоимость;
- NP – чистая прибыль.

Таблица 9 – Основные компоненты модели остаточного дохода (чистой прибыли) российских металлургических предприятий

Показатель	Ед. изм.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBPA3												
E	млн руб.	173924	172238	150379	165502	104369	9921	30080	102861	117132	103776	58368
NP	млн руб.	14760	13669	-12204	-16057	-45334	-39386	-14392	40745	151085	21083	61218
ke	%	x	22,7	25,9	26,4	46,1	40,3	27,0	25,2	25,8	18,7	18,7
RE	млн руб.	x	-25777	-56761	-55827	-121596	-81423	-17073	33167	124586	-794	41834
A	млн руб.	x	-113656	-219414	-211094	-263884	-202157	-63170	131661	483600	-4253	223974
MC	млн долл. США	x	7512	5442	2633	3625	1520	3884	6579	8847	7777	9394
Exchange rate	руб.	x	30	32	30	33	62	76	60	57	67	62
MCrus	млн руб.	x	225995	171470	79674	121283	93794	296150	394476	502355	523673	580379
SEVERSTAL												
E	млн руб.	215072	215040	219809	229172	163098	164337	185382	195055	199633	214426	201373
NP	млн руб.	-17460	59816	23662	2731	-61553	37001	108511	79042	128792	114211	73346
ke	%	x	22,7	25,9	26,4	46,1	40,3	27,0	25,2	25,8	18,7	18,7
RE	млн руб.	x	11037	-31967	-55401	-167154	-28690	64095	32342	78542	76925	33295
A	млн руб.	x	48664	-123572	-209482	-362752	-71232	237145	128383	304872	411858	178255
MC	млн долл. США	x	11428	10126	8125	7009	6773	12467	12493	11057	12487	14700
Exchange rate	руб.	x	30	32	30	33	62	76	60	57	67	62
MCrus	млн руб.	x	343802	319060	245846	234521	417882	950610	749084	627824	840761	908170

Таблица 9 (продолжение)– Основные компоненты модели остаточной чистой прибыли для российских металлургических предприятий

Показатель	Ед. изм.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
NLMK												
E	млн руб.	295769	326673	339840	341082	362329	373946	385522	382212	405468	367180	349027
NP	млн руб.	38115	39908	18502	4632	29805	59165	62597	84521	140535	86596	89228
ke	%	x	22,7	25,9	26,4	46,1	40,3	27,0	25,2	25,8	18,7	18,7
RE	млн руб.	x	-27173	-66006	-85244	-127363	-86770	-38472	-12598	42069	10865	20645
A	млн руб.	x	-119810	-255152	-322325	-276400	-215434	-142342	-50008	163297	58171	110530
MC	млн долл. США	x	11704	11995	10055	6896	5143	11248	15303	13540	13911	16980
Exchange rate	руб.	x	30	32	30	33	62	76	60	57	67	62
MCrus	млн руб.	x	352103	377965	304240	230738	317320	857679	917558	768790	936656	1049030
MMK												
E	млн руб.	313577	299050	295290	224573	226964	241244	287507	315559	347564	340369	338106
NP	млн руб.	7714	-3527	-2826	-76460	-1659	25687	74372	69016	82575	54971	43531
ke	%	x	22,7	25,9	26,4	46,1	40,3	27,0	25,2	25,8	18,7	18,7
RE	млн руб.	x	-74647	-80188	-154554	-105141	-65727	9169	-3411	1280	-9945	-20044
A	млн руб.	x	-329128	-309974	-584403	-228173	-163188	33926	-13541	4969	-53246	-107312
MC	млн долл. США	x	4218	3750	2511	2078	2891	6068	8113	6902	7571	8452
Exchange rate	руб.	x	30	32	30	33	62	76	60	57	67	62
MCrus	млн руб.	x	126894	118173	75969	69525	178361	462648	486437	391905	509748	522190

Таблица 9 (продолжение)– Основные компоненты модели остаточной чистой прибыли для российских металлургических предприятий

Показатель	Ед. изм.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Mechel												
E	млн руб.	141482	160776	97077	-22988	-154666	-267802	-260274	-253066	-243041	-245228	-244289
NP	млн руб.	19959	21397	-51691	-93282	-132704	-115163	7126	11557	12628	2409	808
ke	%	x	22,7	25,9	26,4	46,1	40,3	27,0	25,2	25,8	18,7	18,7
RE	млн руб.	x	-10692	-93282	-118955	-122111	-52868	79507	77124	77823	47803	46612
A	млн руб.	x	-47140	-360593	-449798	-265002	-131261	294168	306151	302084	255939	249554
MC	млн руб.	x	112643	85086	27724	10286	27016	75449	61504	30583	26219	32018

Составлено автором на основе данных Refinitiv Eikon, сайта Асвата Дамодарана, информационно-аналитической базы Statista.

3. Исходя из рассчитанных данных были **протестированы модели**, формулировка которых ранее была представлена в параграфе 2.2.

Описание методологии исследования

Методология исследования заключается в анализе финансовой и нефинансовой информации крупнейших металлургических предприятий за 10 лет (2011–2020 гг.), представленных в виде панельных данных. Оценка соответствующих параметров была произведена с помощью объединенного метода наименьших квадратов (pooled model).

В качестве объясняемой переменной выступает рыночная стоимость компании, а объясняющих – фундаментальная стоимость, собственный капитал, перпетуитет остаточной чистой прибыли, а также перпетуитет остаточной чистой прибыли прошлого года. Результаты представлены в таблице 10.

В целях корректного сопоставления факторов необходимо исключить инфляционный фактор (накопленная инфляция по каждому показателю, рассчитанная по официальным данным Росстата). Исключение инфляции осуществлялось путем деления каждой переменной (зависимой и независимых) на накопленную инфляцию (расчет представлен в таблице 10) с 2011 по 2020 г.

Таблица 10 – Расчет накопленной инфляции за 2011-2020 гг.

Показатель	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Инфляция	1,06	1,07	1,06	1,11	1,13	1,05	1,03	1,04	1,03	1,05
Накопленная инфляция	1,06	1,13	1,20	1,34	1,51	1,60	1,64	1,70	1,76	1,84

Расчитано автором по данным Росстата

Инфляционные ожидания формируют ряд ключевых составляющих бизнес-решений предприятий, влияющих на издержки (с ростом инфляционных ожиданий необходимо предпринимать решения по повышению заработных плат, повышению отпускных цен на продукцию и пр.) предприятия в целях компенсации ожидаемого роста предельных издержек предприятия. Так, согласно опросу об изучении влияния инфляционных ожиданий на стратегические бизнес-решения, проведенному Центральным Банком Российской Федерации среди предпринимателей промышленного сектора, результаты свидетельствуют о том, что инфляционные ожидания имеют невысокую значимость для принятия инвестиционных решений. В этой связи у предприятий практически отсутствуют стимулы для мониторинга уровня инфляции в экономике. При этом отмечается, что такое поведение в перспективе может отразиться на финансово-экономическом положении предприятий (здесь речь идет о чрезмерно

заниженных или, наоборот, завышенных оценках инфляции).²²⁴ Степень же влияния инфляции зависит от интенсивности роста цен и от временного периода, в котором происходит ее влияние на рыночную стоимость предприятия²²⁵. Инфляция содержится как в рыночных, так и в финансовых показателях, поэтому оценки коэффициентов уравнения могут оказаться завышенными. В этой связи перед построением моделей все количественные показатели были очищены от накопленной инфляции за 10 лет, поскольку наличие инфляции в показателях зависимой и независимых переменных может привести к искажению оценок коэффициентов.

Оценка коэффициентов проводилась с помощью Метода наименьших квадратов (объединенный метод наименьших квадратов) в прикладном статистическом пакете Gretl.

При исследовании результатов оценки мы руководствовались следующим. P-value трактуется в качестве понятия противоположного уровню доверия, представляющего собой вероятность принять верную нулевую гипотезу. В работе принят 95% уровень доверия или 5% уровень значимости, в этой связи необходимо сравнить наблюдаемое (расчетное) значение с критическим значением на 5% уровне значимости.

Таблица 11. Сводная таблица результатов оценки параметров модели

Показатель	Модель 1	Модель 2	Модель 3
<i>Период</i>	2010–2020 гг.		
<i>Количество наблюдений</i>	50		
const	187909 ^{226***}	153847 ^{***}	177934 ^{***}
<i>t-статистика</i>	11,06	7,628	7,513
V	0,745825 ^{***}	-	-
<i>t-статистика</i>	8,038	-	-
E	-	0,988871 ^{***}	0,900402
<i>t-статистика</i>	-	7,981	6,319
A	-	0,646595 ^{***}	-
<i>t-статистика</i>	-	6,867	-
A _{t-1}	-	-	0,525371
<i>t-статистика</i>	-	-	4,858
R-квадрат (коэффициент детерминации)	0,573759	0,633030	0,552662

Составлено автором с использованием прикладного статистического пакета Gretl.

Проверка²²⁷ гипотезы о значимости регрессии в целом

Для проверки гипотезы об адекватности построенной модели с точки зрения статистики проведем тест Фишера, суть которого заключается в проверке незначимости регрессии в целом и выявлении незначимости регрессии в случае, если коэффициенты равны нулю, значимости – в случае, если хотя бы один коэффициент отличен от нуля.

²²⁴ Карлова Н. Инфляционные ожидания и бизнес-решения: результаты опроса предприятий. Аналитическая записка / Н. Карлова, Е. Пузанова, И. Богачева // Банк России. - 2020. - С. 15.

²²⁵ Никитская Е.Ф. Инвестирование в бизнес: проблемы оценки в условиях инфляции/Е.Ф. Никитская//Экономика, Статистика и Информатика. – 2012. - №3. С. 57.

²²⁶ Здесь и далее - ** обозначается 5 процентный уровень значимости.

²²⁷ Нулевая гипотеза (H₀) – проверяемая гипотеза.

Альтернативная гипотеза (H₁) – утверждение, обратное нулевой гипотезе.

Уровень значимости (α) – вероятность отвергнуть H₀.

$$H_0: \beta_1 = \dots = \beta_{n-1} = 0 \text{ (все коэффициенты кроме константы равны нулю);}$$

$$H_1: \text{ хотя бы один из данных коэффициентов отличен от нуля.} \quad (13)$$

Так, гипотеза H_0 принимается, если F статистика (отношение объясненной суммы квадратов (в расчете на одну независимую переменную) к остаточной сумме квадратов (в расчете на одну степень свободы) имеет распределение Фишера. Расчетная статистика вычислялась с помощью коэффициента детерминации, формула представлена ниже:

$$F_{\text{расчет}} = \frac{R^2}{1-R^2} * \frac{(n-m-1)}{m}, \text{ где} \quad (14)$$

n – число наблюдений,

m – число регрессоров в уравнении регрессии.

Так, по таблицам критических точек распределения Фишера найдем критическое значение для каждой модели:

$$F_{\text{крит.1}} (0,05; 1; 50) = 4,03431, F_{\text{крит.2}} (0,05; 2; 50) = 3,18261.$$

Модель 1: $F_{\text{набл.}} = \frac{0,573759}{1-0,573759} * \frac{(50-2-1)}{1} = 63,26626$, что больше $F_{\text{крит.1}}$, следовательно гипотеза о незначимости регрессии в целом отвергается.

Модель 2: $F_{\text{набл.}} = \frac{0,633030}{1-0,633030} * \frac{(50-3-1)}{2} = 39,67542$, что больше $F_{\text{крит.2}}$, следовательно гипотеза о незначимости регрессии в целом отвергается.

Модель 3: $F_{\text{набл.}} = \frac{0,552662}{1-0,552662} * \frac{(50-3-1)}{2} = 28,41526$, что больше $F_{\text{крит.2}}$, следовательно гипотеза о незначимости регрессии в целом отвергается.

Поскольку $F_{\text{набл.}} > F_{\text{крит.}}$ при 5% - ном уровне значимости для всех рассмотренных выше моделей, то нулевая гипотеза отвергается.

Проверка значимости отдельных коэффициентов регрессии

Проверка значимости отдельных коэффициентов проводилась на основе теста Стьюдента, который позволяет выявить незначимость отдельного коэффициента (если коэффициент равен нулю – регрессор незначим, а если отличен от нуля, значим):

$$H_0: \beta_m = 0; \quad (15)$$

$$H_1: \beta_m \neq 0$$

Значения t-статистики рассчитаны прикладным статистическим пакетом Gretl. Для проверки гипотезы о значимости коэффициентов на принятом уровне значимости сравним наблюдаемые значения с критическими.

Гипотеза H_0 о незначимости коэффициента отвергается, если выполняется следующее условие:

$$|t_{\text{набл.}}| > t_{\text{крит.}} (t_{0,05/2}(n - m)) \quad (16)$$

$$t_{\text{крит.1}} \left(t_{0,05/2}(50 - 2) \right) = 2,01063$$

$$t_{\text{крит.2}} \left(t_{0,05/2}(50 - 3) \right) = 2,01174$$

Модель 1: Коэффициент V: $8,038 > 2,01063$, следовательно, данный коэффициент значим на 5% уровне значимости.

Модель 2:

- Коэффициент E: $7,981 > 2,01174$, следовательно, данный коэффициент не значим на 5% уровне значимости.
- Коэффициент A: $6,867 > 2,01174$, следовательно, данный коэффициент значим на 5% уровне значимости.

Модель 3:

- Коэффициент E: $6,319 > 2,01174$, следовательно, данный коэффициент не значим на 5% уровне значимости.
- Коэффициент A_{t-1} : $4,858 > 2,01174$, следовательно, данный коэффициент значим на 5% уровне значимости.

Проверка качества модели (на основе коэффициента детерминации (R квадрат))

Результаты оценки модели 1 показывают взаимосвязь фундаментальной стоимости компании с рыночной: общее р-значение приемлемо (менее 0,01) на 1% уровне значимости, а коэффициент детерминации в обоих случаях составляет около 60%, соответственно, около 60% дисперсии результативного признака объясняется влиянием рассчитанных независимых переменных. Вместе с тем остальные 40% регрессии объясняются иными факторами, не включенными в уравнения регрессии.

Далее следует проверить предпосылки использования МНК (отсутствие в моделях мультиколлинеарности, гетероскедастичности и автокорреляции).

Прежде всего проверим наличие в модели **мультиколлинеарности** – свойства данных, при котором регрессоры оказываются полностью или частично зависимы. Наличие мультиколлинеарности снижает точность оценок коэффициентов регрессии. Проверка наличия мультиколлинеарности нами осуществлялась двумя способами (к модели 1 – не применимо, т.к. в модели одна независимая переменная).

1. Во-первых, автор исходил из значений коэффициента корреляции для переменных и критерия $\text{corr}(x_i; x_j) > |0,75|$. Так, если коэффициент корреляции между регрессорами выше $|0,75|$, то в регрессии возможна мультиколлинеарность. В этой связи необходимо вычислить коэффициенты корреляции для модели 2 и модели 3. Для удобства была построена матрица парной корреляции (таблица 12):

Таблица 12 - Матрица парной корреляции регрессоров моделей

	A	E	A (t-1)
A	1,00		
E	-0,38	1,00	
A (t-1)	0,66	-0,15	1,00

Составлено на основе данных Refinitiv Eikon в MS Excel

Представленные в таблице 12 коэффициенты регрессии не превышают $|0,75|$, что демонстрирует отсутствие в моделях мультиколлинеарности.

2. Во-вторых, наличие мультиколлинеарности также было проверено с помощью метода VIF (Variance inflation factor) (формула 17).

$$VIF = \frac{1}{(1-R_j^2)}, \quad (17)$$

где R_j^2 коэффициент множественной корреляции между j -переменной и исследуемыми независимыми переменными. Расчет коэффициента R_j требует проведения оценки регрессии каждого из регрессоров на все остальные. Полученные в результате значения коэффициента детерминации и будет являться R_j^2 , а соответствующие значения VIF, превышающие 10, будут свидетельствовать о наличии мультиколлинеарности.

Таблица 13 – Проверка на наличие мультиколлинеарности

Коэффициент множественной корреляции	Значение коэффициента	VIF	Критерий
R_A^2	0,141754	1,165167	<10, критерий соблюдается
R_E^2	0,141754	1,165167	

Составлено автором с использованием прикладного статистического пакета Gretl

Таблица 14 – Результаты оценки одного регрессора на остальные и вычисление коэффициента VIF для модели 3

Коэффициент множественной корреляции	Значение коэффициента	VIF	Критерий
$R_{A(t-1)}^2$	0,056248	1,0596	<10, критерий соблюдается
R_E^2	0,056248	1,0596	

Составлено автором с использованием прикладного статистического пакета Gretl

Таким образом в моделях соблюдается критерии отсутствия мультиколлинеарности таблицы 13-14).

Далее следует проверить уравнения регрессии на неоднородность дисперсий ошибок регрессионного уравнения или **гетероскедастичность** (противопоставляется гомоскедастичность – свойство данных, при котором существует однородность дисперсий ошибок). Наличие гетероскедастичности проверялось с помощью теста Вальда.

$$\begin{aligned}
 H_0: \sigma_1^2 &= \sigma_2^2 = \dots = \sigma_n^2 \\
 H_1: \sigma_1^2 &\neq \sigma_2^2 \neq \dots \neq \sigma_n^2
 \end{aligned} \quad (18)$$

Для выявления наличия в модели гетероскедастичности необходимо сравнить расчетное и тестовое значение $\chi^2_{\alpha}(p-1)$ – значение статистики χ^2 с $(p-1)$ степенями свободы на уровне значимости α , где p – количество регрессоров в модели оценки квадратов остатков из исходного уравнения на все регрессоры.

Для принятия гипотезы об отсутствии гетероскедастичности необходимо соблюдение следующего условия:

$$n \cdot R^2 < \chi^2_{\alpha}(p-1) \quad (19)$$

Модель 1. Критическое значение статистики «хи-квадрат» с одной степенью свободы при 5% уровне значимости $\chi^2_{5\%}$ (степень свободы = 1) = 3,84146, $R^2 = 0,040311$, а $50 \cdot 0,040311 = 2,01555$, следовательно, $2,01555 < 3,84146$, гипотеза о наличии гетероскедастичности отвергается.

Модель 2. Критическое значение статистики «хи-квадрат» с одной степенью свободы при 5% уровне значимости $\chi^2_{5\%}$ (степень свободы = 5) = 11,0705, $R^2 = 0,068954$, а $50 \cdot 0,068954 = 3,4477$, следовательно, $3,4477 < 11,0705$, гипотеза о наличии гетероскедастичности отвергается.

Модель 3. Критическое значение статистики «хи-квадрат» с одной степенью свободы при 5% уровне значимости $\chi^2_{5\%}$ (степень свободы = 5) = 11,0705, $R^2 = 0,025219$, а $45 \cdot 0,025219 = 1,134855$, следовательно, $1,134855 < 11,0705$, гипотеза о наличии гетероскедастичности отвергается.

Следует также проверить наличие в модели **автокорреляции** остатков, под которой понимается зависимость распределения значений остатков друг от друга. Гипотезы проверки на автокорреляцию можно представить следующим образом:

$$\begin{aligned} H_0: \text{cov}(\varepsilon_i; \varepsilon_j) &= 0 \\ H_1: \text{cov}(\varepsilon_i; \varepsilon_j) &\neq 0 \end{aligned} \quad (20)$$

Наличие автокорреляции проверялось с помощью теста Дарбина-Ватсона (Durbin–Watson test). Наиболее общий вариант теста DW заключается в сравнении с приблизительными значениями статистики. Так, если $DW \sim 2$ – автокорреляции нет, $DW \sim 0$ – положительная автокорреляция, $DW \sim 4$ – отрицательная автокорреляция.

Модель 1. $DW = 0,99$ – автокорреляции нет;

Модель 2. $DW = 1,05$ – автокорреляции нет;

Модель 3. $DW = 0,73$ – автокорреляции нет.

Далее перейдем к интерпретации коэффициентов регрессии и формулировке ограничений использования данных моделей (таблица 15).

Таблица 15 - Уравнение множественной регрессии: интерпретация

Модель (М)	Уравнение	Интерпретация
М 1	$MC_i = 187909 + 0,745825 * V_E^{RIM}$	<ul style="list-style-type: none"> – при росте фундаментальной стоимости капитала на 1 млн руб., рыночная в среднем увеличивается на 0,7 млн руб. – при прочих равных условиях рыночная капитализация в среднем повышается на 187 909 млн руб.
М 2	$MC_i = 153847 + 0,988871 * E_i + 0,646595 * A_i$	<ul style="list-style-type: none"> – при росте собственного капитала на 1 млн руб., рыночная капитализация в среднем повышается на 1,0 млн руб. – при росте перпетуитета остаточной чистой прибыли на 1 млн руб., рыночная капитализация растет в среднем на 0,7 млн руб. – при прочих равных условиях рыночная капитализация в среднем повышается 153 847 млн руб.
М 3	$MC_i = 177934 + 0,900402 * E_i + 0,525371 * A'_i$	<ul style="list-style-type: none"> – при росте собственного капитала на 1 млн руб., рыночная капитализация в среднем повышается на 0,9 млн руб. – при росте перпетуитета остаточной чистой прибыли прошлого периода на 1 млн руб., рыночная капитализация растет в среднем на 0,5 млн руб. – при прочих равных условиях рыночная капитализация в среднем повышается 177 934 млн руб.

Составлено автором

Для лиц, принимающих управленческие решения, такая информация объясняет изменение рыночной стоимости. И может в дальнейшем использоваться на основе декомпозиции ключевых факторов, рассмотренных выше. Вместе с тем, следует отметить **об ограничениях использования** моделей на практике, которые, в общем и целом, можно сформулировать следующим образом.

1) Оценки коэффициентов представляют собой среднеотраслевые стоимостные показатели, которые при принятии управленческих решений в большей степени отражают силу и направление влияния, но не дают точной оценки в абсолютных значениях, что требует использования дополнительных финансово-экономических критериев функционирования предприятий.

2) Выбор перпетуитета остаточной чистой прибыли в качестве стоимостного фактора создания ценности – лишь один из вариантов оценки фундаментальной ценности капитала в виде бесконечного потока остаточных чистых прибылей. Допускается, что для прочих отраслей промышленности возможно использование другой базы оценки стоимости компании, например, денежных потоков.

3) Объясняющая способность моделей по коэффициенту детерминации составляет не более 65 процентов, а значит 35 процентов регрессии приходится на другие (неучтенные нами в данных спецификациях) аспекты, способные оказать влияние на динамику рыночной стоимости.

При учете описанных ограничений сформулированная автором модель может использоваться в качестве одного из инструментов практической реализации концепции финансового управления стоимостью компании.

Проведенные автором ранее исследования по сопоставлению теоретических и расчетных данных о стоимости предприятия также согласуются с полученными результатами. Выявленное влияние показателей фундаментальной стоимости компании на рыночную капитализацию позволяет подтвердить возможность принятия управленческих решений с применением модели остаточной чистой прибыли. Предложенные автором варианты расчета ставки дисконтирования и всех показателей модели остаточной чистой прибыли с учетом сделанных допущений, согласно результатам эконометрической модели, являются индикаторами роста рыночной стоимости высокотехнологичных компаний телекоммуникационной отрасли.²²⁸

Данное предположение было также протестировано на основе эконометрического исследования данных на примере 5 крупнейших страховых компаний мира. Для 3 из 5 компаний гипотеза о взаимосвязи рыночной стоимости компании с показателями модели остаточной чистой прибыли подтверждается. В исследовании модель остаточной чистой прибыли, представленная в виде ее основных компонентов, рассматривается в качестве драйверов роста рыночной стоимости страховой отрасли. Такой вывод позволяют сделать результаты эконометрического исследования для большинства выбранных для анализа компаний. Согласно полученным результатам, данная гипотеза не всегда подтверждается. Такие результаты объясняются нестабильностью бухгалтерских показателей, высоким уровнем риска, заложенного в ставку дисконтирования, а также множеством других факторов, исследование которых достижимо путем декомпозиции ключевых элементов модели остаточной чистой прибыли.²²⁹

Вышеуказанные результаты свидетельствуют о применимости модели оценки и для других отраслей, однако в современных условиях хозяйствования, для принятия управленческих решений таких параметров недостаточно.

Несмотря на то, что нами продемонстрировано влияние определенных метрик VBM на рыночную стоимость компании крупнейших металлургических предприятий в целях финансового управления, для принятия решения в отношении управления стоимостью компании, необходим комплекс параметров управления, отражающих финансово-экономическую эффективность и возможность стратегического роста.²³⁰

4. Оценка эффективности деятельности предприятия на основе показателя добавленной нормы прибыли.

Далее нами были рассчитаны нормы остаточной чистой прибыли по разработанной методике (формула 7). Расчеты представлены в таблице 16.

²²⁸ Чупанова Х. А. Взаимосвязь рыночной капитализации с показателями стоимости высокотехнологичных компаний / Х. А. Чупанова // Экономика, предпринимательство и право. – 2019. – Том 9. – № 3. – С. 191–206.

²²⁹ Чупанова Х. А. Управление стоимостью страховой компании в условиях инновационного развития/ Х. А. Чупанова// Вопросы инновационной экономики. – 2022. – Том 12. – № 1. – С. 391–410.

²³⁰ Чупанова Х. А. Управление стоимостью страховой компании в условиях инновационного развития/ Х. А. Чупанова// Вопросы инновационной экономики. – 2022. – Том 12. – № 1. – С. 391–410.

Отметим, что логика расчета остаточной чистой прибыли для высокотехнологичных компаний, компаний финансового сектора, а также промышленных предприятий схожа.^{231,232}

²³¹ Чупанова Х. А. Взаимосвязь рыночной капитализации с показателями стоимости высокотехнологичных компаний / Х. А. Чупанова // Экономика, предпринимательство и право. – 2019. – Том 9. – № 3. – С. 191–206.

²³² Чупанова Х. А. Управление стоимостью страховой компании в условиях инновационного развития/ Х. А. Чупанова// Вопросы инновационной экономики. – 2022. – Том 12. – № 1. – С. 391–410.

Таблица 16 – Расчет нормы остаточной чистой прибыли

Компания	Показатель	Ед. измерения	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ЕВРАЗ	RI	млн руб.	-30 091	-54 035	-56 275	-115 366	-84 365	-17 248	32 792	126 100	-2 570	43 499
	Rev	млн руб.	482 092	457 300	459 113	503 923	536 177	516 316	631 109	806 036	769 919	704 149
	RORI	%	-6,2	-11,8	-12,3	-22,9	-15,7	-3,3	5,2	15,6	-0,3	6,2
SEVERSTAL	RI	млн руб.	5 703	-28 565	-56 055	-158 527	-33 288	61 203	30 028	81 413	73 899	36 734
	Rev	млн руб.	464 819	317 533	300 539	320 095	391 170	396 023	457 462	538 781	527 529	495 951
	RORI	%	1,2	-9,0	-18,7	-49,5	-8,5	15,5	6,6	15,1	14,0	7,4
NLMK	RI	млн руб.	-34 509	-60 837	-86 256	-114 524	-96 985	-45 051	-17 410	47 695	4 719	26 534
	Rev	млн руб.	344 771	377 510	344 658	401 089	489 776	511 189	586 691	756 428	682 547	667 404
	RORI	%	-10,0	-16,1	-25,0	-28,6	-19,8	-8,8	-3,0	6,3	0,7	4,0
ММК	RI	млн руб.	-82 424	-75 456	-155 433	-96 687	-72 126	4 925	-7 000	5 925	-15 213	-14 585
	Rev	млн руб.	273 558	289 671	260 921	306 806	357 105	376 878	439 858	515 798	489 308	461 660
	RORI	%	-30,1	-26,0	-59,6	-31,5	-20,2	1,3	-1,6	1,1	-3,1	-3,2
Mechel	RI	млн руб.	-14 200	-90 739	-119 244	-122 977	-48 508	84 219	80 372	74 098	51 487	42 679
	Rev	млн руб.	361 196	333 939	270 987	243 992	253 141	276 009	299 113	303 795	287 153	265 454
	RORI	%	-3,9	-27,2	-44,0	-50,4	-19,2	30,5	26,9	24,4	17,9	16,1

Рассчитано автором

На рисунке 15 представлена норма остаточной чистой прибыли для анализируемых предприятий.

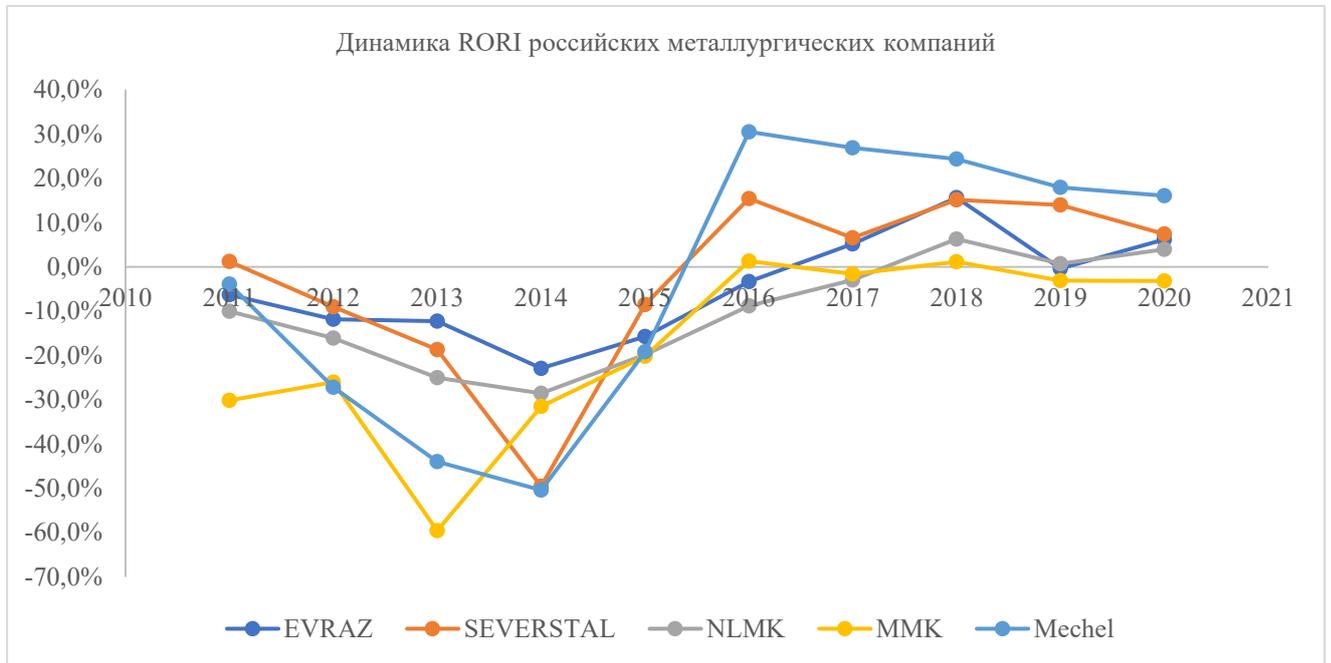


Рисунок 15 - Динамика нормы остаточной чистой прибыли для металлургических предприятий

Составлено автором

Согласно полученным расчетом можно наблюдать отрицательную область нормы остаточной чистой прибыли с 2012 по 2015 гг. для крупнейших металлургических компаний России, что характеризует данный период снижением эффективности деятельности предприятий отрасли в контексте стоимостного управления. С 2016 года наблюдается положительная область динамики, характеризующая повышение эффективности деятельности, что иллюстрирует способность российских металлургических компаний обеспечивать фактическую отдачу на капитал выше требуемой доходности.

5. Коэффициент стратегического роста в системе ценностно-ориентированного менеджмента

Далее был рассчитан (таблица 17) предложенный ранее коэффициент стратегического роста SGRI, который отражает степень изменения рыночной капитализации при изменении фундаментальной стоимости.

Таблица 17 – Расчет коэффициента стратегического роста стоимости предприятия

Компания	Показатель	Ед. измерения	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ЕВРАЗ	MC	млн руб.	213 002	151 649	66 182	90 476	61 969	185 658	241 243	294 664	298 106	314 924
	FV	млн руб.	49 615	-63 773	-37 310	-125 526	-122 782	-18 704	138 753	373 215	51 831	169 909
	SGRI	%	x	12,6	135,8	15,5	1441,7	-235,5	-3,6	13,1	-1,4	2,5
SEVERSTAL	MC	млн руб.	324 036	282 177	204 214	174 950	276 092	595 940	458 105	368 260	478 612	492 789
	FV	млн руб.	224 040	90 382	16 260	-157 805	57 543	249 499	188 741	313 696	330 389	226 008
	SGRI	%	x	21,7	33,7	1,3	-42,4	34,7	95,0	-29,6	563,1	-9,4
NLMK	MC	млн руб.	331 859	334 273	252 719	172 128	209 651	537 681	561 135	450 946	533 201	569 222
	FV	млн руб.	178 622	79 019	15 418	68 394	98 379	143 576	193 474	353 009	222 324	273 713
	SGRI	%	x	-1,3	30,3	-9,3	49,7	340,6	12,6	-23,8	-49,3	29,2
ММК	MC	млн руб.	119 599	104 512	63 104	51 865	117 842	290 035	297 482	229 878	290 179	283 349
	FV	млн руб.	-26 904	-13 616	-296 222	-1 141	48 815	190 964	176 791	218 177	150 871	137 112
	SGRI	%	x	25,5	-1,9	17,9	-2,9	50,2	-34,6	-97,1	-85,0	25,8
Mechel	MC	млн руб.	106 167	75 250	23 029	7 673	17 849	47 299	37 613	17 939	14 925	17 373
	FV	млн руб.	98 338	-244 567	-389 461	-332 180	-251 300	20 238	31 140	36 375	5 546	3 077
	SGRI	%	x	8,4	-117,1	453,4	-544,7	-152,7	-38,0	-311,1	19,8	-36,8

Расчитано автором

Таблица 18 – Коэффициент стратегического роста (SGRI)

Компания	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ЕВРАЗ	0,1	1,4	0,2	14,4	2,4	0,0	0,1	0,0	0,0
СЕВЕРСТАЛЬ	0,2	0,3	0,0	0,4	0,3	0,9	0,3	5,6	0,1
НЛМК	0,0	0,3	0,1	0,5	3,4	0,1	0,2	0,5	0,3
ММК	0,3	0,0	0,2	0,0	0,5	0,3	1,0	0,9	0,3
Мечел	0,1	1,2	4,5	5,4	1,5	0,4	3,1	0,2	0,4

Составлено автором

За рассматриваемый период компании демонстрируют слабую чувствительность (таблица 18) к изменению фундаментальной стоимости. Для повышения уровня инвестиционной привлекательности предприятиям рекомендуется наращивать рыночную стоимость в соответствии с фундаментальной стоимостью. При этом, чем выше степень реакции изменения рыночной стоимости компании на изменение фундаментальной, тем компания является более привлекательной с точки зрения фондового рынка.

3.2 Применение разработанной эконометрической модели управления рыночной стоимостью компании

Согласно сформулированной в параграфе 2.3 модели прогнозирования рыночной стоимости компании, нами проведен эконометрический анализ данной модели на основе различных спецификаций моделей. Методология исследования основана на эконометрическом анализе панельных данных, включающих показатели деятельности стоимости компании, корпоративной финансовой политики, дивидендной политики 5 отечественных металлургических компаний за 10 лет (2011–2020 гг.). На основе информации, полученной из информационного портала Refinitiv Eikon, нами были рассчитаны коэффициенты²³³, описанные в параграфе 2.3. Полученные данные оценивались в прикладном статистическом пакете GRETЛ на основе панельных данных. В таблице 19 представлены результаты оценивания модели²³⁴.

Таблица 19 – Результаты оценки модели

	Коэффициент	t-статистика	p-значение	Значимость
const	10,1531	19,26	<0,0001	***
DESGreport 1	0,519133	3,064	0,0041	***
DDIVpay 1	0,647501	4,077	0,0008	***
Qtobins	0,0950006	2,644	0,0119	**

²³³ Показатель дивидендной доходности был выгружен из информационного портала Refinitiv Eikon.

²³⁴ Калайда С.А. Теоретические основы формирования категории «стоимость компании» и современные практические аспекты ценностно-ориентированного управления / Калайда С.А., Чупанова Х. А. // Экономика, предпринимательство и право. – 2024. – Том 14. – № 6. С. 3243-3262.

	<i>Коэффициент</i>	<i>t-статистика</i>	<i>p-значение</i>	<i>Значимость</i>
FL	-0,0334536	-3,499	0,0017	***
GVA	9,47577	2,551	0,0150	**
R-квадрат	0,851055			
P-значение (F)	2,64e-14			

Составлено автором по данным из прикладного статистического пакета Gretl

Проверка гипотезы о значимости регрессии в целом

Для проверки гипотезы об адекватности построенной модели с точки зрения статистики проведем тест Фишера (формула 13).

Так, гипотеза H_0 принимается, если F статистика (отношение объясненной суммы квадратов (в расчете на одну независимую переменную) к остаточной сумме квадратов (в расчете на одну степень свободы) имеет распределение Фишера. Расчетная статистика вычислялась по формуле 14.

По таблицам критических точек распределения Фишера найдем критическое значение для данной модели: $F_{\text{крит.}}(0,05; 5; 37) = 2,46965$.

$$F_{\text{набл.}} = \frac{0,851055}{1-0,851055} * \frac{(43-6-1)}{6} = 34,28333, \text{ что больше } F_{\text{крит.}}, \text{ следовательно гипотеза о}$$

незначимости регрессии в целом отвергается.

Значимость отдельных коэффициентов регрессии

Проверка значимости отдельных коэффициентов проводилась на основе теста Стьюдента, который был сформулирован нами выше (формула 15).

Значения t-статистики рассчитаны прикладным статистическим пакетом Gretl. Для проверки гипотезы о значимости коэффициентов на принятом уровне значимости сравним наблюдаемые значения с критическими. Гипотеза H_0 о незначимости коэффициента отвергается, если выполняется следующее условие, сформулированное в формуле 16.

$$t_{\text{крит.}}(t_{0,05/2}(43 - 5)) = 2,02439$$

Все t-статистики коэффициентов выше по модулю $t_{\text{крит.}}$, в этой связи все коэффициенты можно считать значимыми на 5%-ом уровне значимости.

Проверка качества модели (на основе коэффициента детерминации (R квадрат)

Результаты оценки модели 1 показывают взаимосвязь фундаментальной стоимости компании с рыночной: общее p-значение приемлемо (менее 0,01) на 1% уровне значимости, а коэффициент детерминации составляет около 85%, соответственно, около 85% дисперсии результативного признака объясняется влиянием рассчитанных независимых переменных. Вместе с тем остальные 15% регрессии объясняются иными факторами, не включенными в уравнение регрессии.

Далее следует проверить предпосылки использования МНК (отсутствие в моделях мультиколлинеарности, гетероскедастичности и автокорреляции).

Прежде всего проверим наличие в модели **мультиколлинеарности**, как и в предыдущих моделях, использовалось два способа выявления мультиколлинеарности.

1. Если для регрессоров выполняется условие $\text{corr}(x_i; x_j) > |0,75|$, то имеет место мультиколлинеарность. Для удобства была построена матрица парной корреляции для данной модели (таблица 20):

Таблица 20 - Матрица парной корреляции регрессоров модели

	ESG report	DIVpay	Qtobins	GVA	Debt/Equity
ESG report	1,00				
DIVpay	0,56	1,00			
Qtobins	0,45	0,10	1,00		
GVA	0,34	0,37	0,43	1,00	
FL	-0,25	-0,38	0,50	0,05	1,00

Составлено на основе данных Refinitiv Eikon в MS Excel

Представленные в таблице 20 коэффициенты регрессии не превышают $|0,75|$, что демонстрирует отсутствие в модели мультиколлинеарности.

2. Во-вторых, наличие мультиколлинеарности также было проверено с помощью метода VIF (Variance inflation factor) (формула 17), где значение $VIF > 10$ указывает на наличие мультиколлинеарности.

Таблица 21 – Результаты оценки одного регрессора на остальные и вычисление коэффициента VIF для модели 2

Коэффициент множественной корреляции	Значение коэффициента	VIF	Критерий
$R_{dDIVpay}^2$	0,519588	2,082	<10, критерий соблюдается
$R_{dESGreport}^2$	0,539559	2,172	
$R_{Debt/Equity}^2$	0,491285	1,966	
$R_{QTobins}^2$	0,611644	2,575	
R_{dGVA}^2	0,519527	2,081	

Составлено автором с использованием прикладного статистического пакета Gretl

Таким образом в моделях соблюдается критерии отсутствия мультиколлинеарности.

Далее следует проверить уравнения регрессии на неоднородность дисперсий ошибок регрессионного уравнения или **гетероскедастичность** (см. формулу 18).

Для принятия гипотезы об отсутствии гетероскедастичности необходимо соблюдение условия, описанного выше в формуле 19.

Критическое значение статистики «хи-квадрат» с одной степенью свободы при 5% уровне значимости $\chi_{5\%}^2(\text{степень свободы} = 18) = 3,84146$, $R^2 = 0,040311$, а $43 * 0,469585 = 20,192$, следовательно, $20,192 < 28,8693$, гипотеза о наличии гетероскедастичности отвергается.

Следует также проверить наличие в модели **автокорреляции** остатков (формула 20).

Наличие автокорреляции проверялось с помощью теста Дарбина-Ватсона (Durbin–Watson test). Наиболее общий вариант теста DW заключается в сравнении полученной в статистическом

пакете статистики с приблизительным критериальным значением. О наличии положительной автокорреляции говорит статистика $DW \sim 0$, отрицательной - $DW \sim 4$, а об отсутствии $DW \sim 2$.

Далее перейдем к интерпретации коэффициентов регрессии и формулировке ограничений использования протестированной модели.

Интерпретация уравнения множественной регрессии.

$$\text{LnMC}_{it} = 10,15 + \text{QTobins}_{it} * 0,1 - \text{FL}_{it} * 0,033 + \text{GVA}_{it} * 9,6 + \text{dDIVpay} * 0,65 + \text{dESGreport}_{it} * 0,52 + \varepsilon_{it} \quad (21),$$

Полученные данные показывают наличие статистической значимости показателей с 95% уровнем доверия. В частности, положительный эффект оказывает публикация нефинансовой отчетности, стабильная выплата дивидендов, отношение ВДС металлургического производства к ВДС обрабатывающих производств и стоимость интеллектуального капитала. А отрицательный эффект несет высокий уровень закредитованности.

Согласно результатам проведенного автором исследования, рост **коэффициента Тобина** на единицу в среднем повысит рыночную капитализацию на 1,0 %. Такое влияние объясняется низкой степенью использования интеллектуального капитала в металлургическом производстве, поскольку использование интеллектуального капитала, создание программных продуктов, проведение научно-исследовательских работ скорее прикладная деятельность для металлургии, где важную роль играет физический капитал. Тем не менее, такое влияние интеллектуального капитала компании в рамках данного исследования оправдано. Вместе с тем, если обратиться к ключевым планам основных игроков отрасли, можно заметить, что определенная доля инвестируемого капитала отводится в том числе на развитие интеллектуального капитала. Например, «ПАО» Северсталь – ключевой производитель в металлургической промышленности в 2024 году планирует инвестировать около 119 млрд руб. (+64% г/г) в развитие производственных мощностей, из них 10 млрд рублей компания планирует направить на вложения в IT и digital-проекты²³⁵. Несмотря на то, что физический капитал играет ключевую роль для обеспечения производственного процесса промышленных предприятий, роль интеллектуального приобретает немаловажное значение, поскольку его прирост отражает степень конкурентоспособности и эффективности использования имеющихся материальных активов.

Влияние высокого уровня закредитованности, который проявляется в росте **финансового левериджа** на единицу, может в среднем снизить рыночную капитализацию на 3,3 %. Такое влияние объясняется экономической сущностью самого показателя, который отражает уровень финансового риска, выражаемого в увеличении вероятности непогашения взятых обязательств

²³⁵ Официальный сайт ПАО «Северсталь». [Электронный ресурс].- Режим доступа: URL: <https://severstal.com/rus/media/archive/severstal-obyavlyayet-o-plane-investitsiy-na-2024-god/>

по обслуживанию долга. Высокий уровень финансового левериджа при незначительном колебании денежных потоков может отразиться на финансовых результатах. Следует подчеркнуть то, что в теории и на практике данный показатель рекомендуется удерживать в пропорции 60% - заемного капитала и 40% собственного, что позволит компании при наличии умеренного финансового риска привлекать заемный капитал для наращивания финансовых показателей.

Одним из качественных факторов влияния на стоимость компании выступает **отчетность в области устойчивого развития**. По итогам проведенного исследования показано, что ее публикация в среднем повышает стоимость предприятия на 52,0 %. С экономической точки зрения такое влияние вполне обосновано, поскольку нефинансовая отчетность представляет собой итог деятельности компании в достижении глобальных целей устойчивого развития. Следует отметить, что динамика изменения данного показателя не учитывает степень раскрытия показателей в отчетности, что может приводить к завышению среднеотраслевого влияния на стоимость. Тем не менее, сила и направление влияния данного фактора приемлема в целях данного исследования, однако степень такого влияния для конкретного предприятия может различаться в зависимости от степени раскрытия информации.

Рост стоимости предприятия от **политики стабильной выплаты дивидендов** в среднем составит 65,0%. Такая политика с точки зрения экономики отражает потенциальную возможность генерировать денежные доходы, представляющие широкие возможности для развития бизнеса и обеспечить выплаты, причитающиеся акционерам. Помимо прочего, политика стабильной выплаты дивидендов определённым образом сказывается на деловой репутации фирмы и служит одним из стимулов для сохранения акционерами своих инвестиций в компании и получения экономических выгод в перспективе.

Вместе с тем политика выплаты дивидендов обусловлена рядом факторов, зависящих от макроэкономической ситуации, состояния фондовой биржи, а также рядом финансовых показателей, свойственных каждому конкретному предприятию. Результаты оценки данного коэффициента приемлемы с точки зрения силы и направления влияния, однако степень влияния может различаться для каждой конкретной компании в зависимости от ряда других факторов (дивидендная доходность, конкурентоспособность, уровень развития страны, состояние фондовой биржи и т.д.).

Максимальное влияние на стоимость металлургического предприятия оказывает та среда, в которой оно ведет деятельность. Так, рост **масштаба отрасли**, по результатам данного исследования, в среднем может вызвать рост рыночной капитализации почти в 9,5 раз. С экономической точки зрения прямое влияние на данный фактор трудно реализуемо, поскольку масштаб отрасли в оценках валовой добавленной стоимости страны трудноуправляем на

практике. Тем не менее, данный фактор отражает конкурентную среду предприятия и в этой связи содержит важный отраслевой аспект управления. Несмотря на то, что металлургия обеспечивает не только внутреннее производство, но и является экспортоориентированной отраслью, ее вклад в ВДС обрабатывающих производств отражает долю совокупного производства, которое впоследствии обеспечит как внутренний спрос, так и внешний. «Внешний и внутренние рынки характеризуются металлоемкостью при достаточно высоком уровне конкуренции. В свою очередь конкурентоспособность металлопродукции вызвана низкими производственными издержками, обеспечиваемыми политикой низких цен в сравнении с мировыми ценами на железорудное сырье, топливно-энергетические ресурсы, невысокой заработной платой персонала и не существенными инвестициями в экологию».²³⁶

Управление данным фактором достижимо путем активного влияния на деятельность основных отраслевых ассоциаций, фондов, союзов и т. д. Так, например, ассоциация «Русская сталь» объединяет усилия большинства металлургических предприятий, их стратегического развития на внутреннем и внешнем рынках, реализацию совместных проектов, продвижения интересов отрасли перед органами государственной власти и пр. Фонд развития трубной промышленности осуществляет продвижение и защиту интересов производителей труб на рынке России, ЕАЭС, а также внешних рынках. Российский союз поставщиков металлопродукции (РСПМ) осуществляет содействие в развитии участников союза, повышению их профессиональной устойчивости на рынках металлов.²³⁷

Вместе с тем большое значение в развитии отечественной металлургической отрасли имеет формирование отраслевой потребности через систему субсидирования и государственных заказов, что в перспективе поможет обеспечить внутринациональное потребление отечественного сырья на основе потребности отрасли в качественном сырье.

Полученные оценки коэффициентов представляют собой среднеотраслевые значения и в каждой конкретной компании могут отличаться. В этом смысле целесообразно ранжировать факторы влияния в зависимости от степени их влияния (сильная, умеренная и слабая) и специфики воздействия. Степень значимости определялась нами на основе Р-значения, а степень воздействия определялась с точки зрения влияния предприятия на конкретный показатель (прямое – предприятие напрямую влияет на показатель, опосредованное – влияние на показатель требует учета внешних факторов).

Несмотря на адекватность степени и направления влияния факторов эконометрической модели, ее применение на практике сопровождается **рядом ограничений:**

²³⁶ Архипова Ю. А. Совершенствование деятельности металлургического предприятия в условиях конкуренции / Ю. А. Архипова // Горный информационно-аналитический бюллетень (научно-технический журнал). – 2015. - С. 394.

²³⁷ Обзор рынка черной металлургии. Москва, первое полугодие 2019 г. [Электронный ресурс].- Режим доступа: URL: <https://www.csr.ru/upload/iblock/d4b/d4b9f67f27e41cb9ec867ddfeb6fc6a9.pdf> (дата обращения: 17 марта 2024 г.)

1. Оценка коэффициентов регрессии не может описывать экономическую реальность других отраслей экономики, поскольку динамика показателей по каждой конкретной отрасли зависит от макроэкономического состояния, развитости фондового рынка, инвестиционной активности и пр. Поэтому интерпретация коэффициентов отражает специфику металлургической отрасли, но при условии аналогичного расчета для предприятий других отраслей может продемонстрировать отраслевую специфику в каждом конкретном случае.

2. В данной модели невозможно учесть все количественные и качественные параметры оценки. В этой связи делается допущение о влиянии на рыночную капитализацию укрупненных факторов стоимости. Такое допущение сделано в связи с ограничением статистической информации в открытом доступе, конфиденциальностью управленческого учета предприятий, а также возможной корреляции факторов между собой, что может привести к снижению объясняющей способности модели, а также завышению или занижению коэффициентов регрессионного уравнения.

3. Еще одним ограничением использования данной модели является ее объясняющая способность – 85%, остальные 15% - факторы, неучтенные в модели, но способные повлиять на рыночную капитализацию.

Таким образом, с учетом вышеперечисленных ограничений использования данной модели можно сделать вывод о ее практической применимости в целях финансового управления стоимостью компании.

3.3 Обобщение методического инструментария финансового управления стоимостью

Результаты оценки моделей, сформулированных и протестированных в рамках данного исследования, а также разработанных нами показателей нуждаются в обобщении в единый методический инструментарий, позволяющий предприятию принимать реальные управленческие решения.

Главной целью стратегического управления предприятием является определение наиболее перспективных направлений развития предприятия. В рамках данного исследования основная цель предприятия состоит в наращивании стоимости компании и ее долгосрочного роста. В этой связи проведенное автором исследование нуждается в его проецировании на конкретное предприятие. Для решения этой задачи необходимо сформулировать практико-ориентированную модель управления, способную на основе ключевых драйверов создания ценности охватывать зоны воздействия на стоимость.

Финансовое управление должно быть основано на комплексной методической модели, все элементы которой взаимосвязаны и способны обеспечить целостность, достоверность и полноту принятия управленческих решений.²³⁸ Вместе с тем необходимо учитывать, что финансовое управление осуществляется под влиянием финансовой среды, в которой осуществляет деятельность: финансовые рынки и учреждения, налоговая политика, политика регулирования со стороны государства, а также специфики экономики конкретного государства.²³⁹

С точки зрения реализации процесса внедрения методических подходов на уровне предприятия необходимо подчеркнуть роль стратегического управления, которое определяет будущие ориентиры развития предприятия, в том числе инструментам и комплексного анализа предприятия и обеспечения информационной прозрачности для акционеров и стейкхолдеров.

Раскрытие информации о компании обеспечивает возможность создания информационной прозрачности для пользователей отчетности, формирует представление о потенциальных изменениях и тенденциях развития. При этом исследование рынка в условиях информационной прозрачности для предприятий создает возможность выявления «узких мест» и влияния на них, что создает дополнительную ценность в компании.²⁴⁰

Практическое применение ценностно-ориентированного менеджмента на любом предприятии требует разработки алгоритма принятия решений. В этой связи предлагается на основе систематизации и обобщения применяемых нами оценок сформировать единый методический инструментарий финансового управления стоимостью предприятия.

Сделанные нами в рамках данного исследования предположения и обоснования служат основанием для объединения набора показателей, связанных причинно-следственными связями, в том числе их описания с помощью.

Наиболее популярной и получившей широкое распространение на практике является сбалансированная система показателей Р. Каплана и Д. Нортон²⁴¹. Ключевыми направлениями анализа в рамках сбалансированной системы показателей Каплан и Нортон рассматривают следующие блоки: финансы, клиенты, бизнес-процессы, а также обучение и развитие персонала.

²³⁸ Макарова В. А. Моделирование финансового управления холдинговых структур. Научная монография / В. А. Макарова // СПб.: Изд-во Политехн. Ун-та, 2013. – 168 с.

²³⁹ Бригхэм Ю. Финансовый менеджмент / Ю. Бригхэм, М. Эрхардт // 10-е издание // Пер. с англ. под ред. к.э.н. Е. А. Дорофеева. – СПб.: Питер, 2005. – 959 с.

²⁴⁰ Новиков А. В. Финансовые инструменты создания стоимости компании/ А. В. Новиков, И. Я. Новикова//Имущественные отношения в Российской Федерации. – 2012. - № 8 (131). - С. 52.

²⁴¹ Каплан Р. Стратегические карты. Трансформация нематериальных активов в материальные результаты / Р. Каплан, Д. Нортон // Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. – 512 с.

Многообразие факторов негативного и позитивного воздействия требует от менеджмента разработки показателей, охватывающих финансовые и нефинансовые детерминанты, влияющие на стоимость компании, а также детализации данных показателей на уровне бизнес-единиц.²⁴²

В терминах финансового управления необходимо формирование комплексного подхода к финансовому управлению. Проведенные расчеты показывают, что внедрение самого подхода должно охватывать ряд областей внешних и внутренних условий развития предприятия. Формирование комплексной модели управления предприятием необходимо формулировать на уровне высшего менеджмента на основе сутевых элементов управления, обладающих специфическими особенностями. Финансовая стратегия является неотъемлемой частью стратегии, и ее реализация должна осуществляться в качестве основы стратегических и оперативных показателей²⁴³.

В целях формирования комплексного подхода к ценностно-ориентированному менеджменту была разработана модель финансового управления стоимостью компании, основанная на результатах проведенного нами исследования. Модель фиксирует механизм реализации цели предприятия по повышению ее стоимости, где базой для выстраивания управленческих решений является фундаментальная ценность компании в части увеличения добавленной нормы рентабельности и способствованию динамичному долгосрочному росту. При этом логика такого управления должна базироваться на взаимоувязке с ключевыми аспектами создания рыночной капитализации, в частности: долговой нагрузки, интеллектуального капитала, политики выплаты дивидендов, масштаба металлургического производства, а также политики в области устойчивого развития.

Авторская модель финансового управления разработана с учетом специфики отрасли и обоснованных научных результатов, полученных при проведении эконометрического анализа различных аспектов формирования стоимости компании, а также в развитие логики охвата системы показателей, объединенных для достижения цели стратегического роста стоимости предприятия.

Разработанная автором модель финансового управления²⁴⁴ стоимостью компании состоит из ряда элементов и включает ряд показателей долгосрочного роста в целях принятия эффективных управленческих решений. С учетом количественных результатов и ряда оценок в

²⁴² Парфенова М. Д. Сбалансированная система финансовых и нефинансовых показателей как инструмент управления стоимостью компании / М. Д. Парфенова // Сбалансированная система показателей. – 2013. – 33 (171). – С. 33.

²⁴³ Барсуков М.В. Построение модели управления финансами промышленного предприятия на основе применения инструментов оперативного и стратегического анализа / М.В. Барсуков, Н. С. Меркулова // Экономические науки. Вестник Алтайской академии экономики и права. - 2020. - №12. - С. 8.

²⁴⁴ Калайда С.А. Вербальная модель финансового управления стоимостью предприятия металлургической отрасли/ Калайда С.А., Чупанова Х. А. // Экономическая безопасность. – 2024. – Том 7. – № 5. – С. 1189–1206.

отношении сформулированных и апробированных выше моделей данная модель финансового управления может использоваться для принятия управленческих решений. Ее основу должны составлять 6 ключевых структурных элементов, среди которых: фундаментальные ценностные параметры, уровень заемного капитала к собственному, интеллектуальный капитал, наличие нефинансовой отчетности, политика выплаты дивидендов, а также отраслевой масштаб. На рисунке 16 изображена схема предлагаемой автором модели.

Базисной основой сформулированной нами модели финансового управления, описывающей концептуальный подход к стоимостному управлению, должна являться стратегическая цель роста стоимости предприятия и охватывать ряд ключевых показателей, позволяющих воздействовать на нее. Выбор именно этих элементов обусловлен результатами проведенного исследования, которые позволили выявить степень/направление влияния каждого из них на стоимость предприятия.

Выделяемые нами ключевые элементы требуют раскрытия с точки зрения расчетных показателей, которые могут быть аллоцированы на конкретное предприятие через систему показателей, критериев и возможности их интерпретации. Поскольку для практического применения финансовая модель должна быть наполнена системой показателей, включающих как рыночные факторы воздействия, так и фундаментальные, что способствует достижению цели долгосрочного роста стоимости предприятия.

Представленные автором элементы управления являются укрупненными группировками детерминант финансового управления стоимостью фирмы, содержащих ключевые аспекты условий ведения деятельности, обеспечивающих длительный процесс принятия долгосрочных решений по наращиванию стоимости компании.

Первостепенным вопросом в реализации ценностно-ориентированного менеджмента является построение стратегии развития предприятия, содержащего главную цель – долгосрочный рост стоимости предприятия, коррелирующей с фундаментальной ценностью капитала фирмы. Затем важным шагом в развитии предприятия становится переход к системе определенных показателей эффективности предприятия.

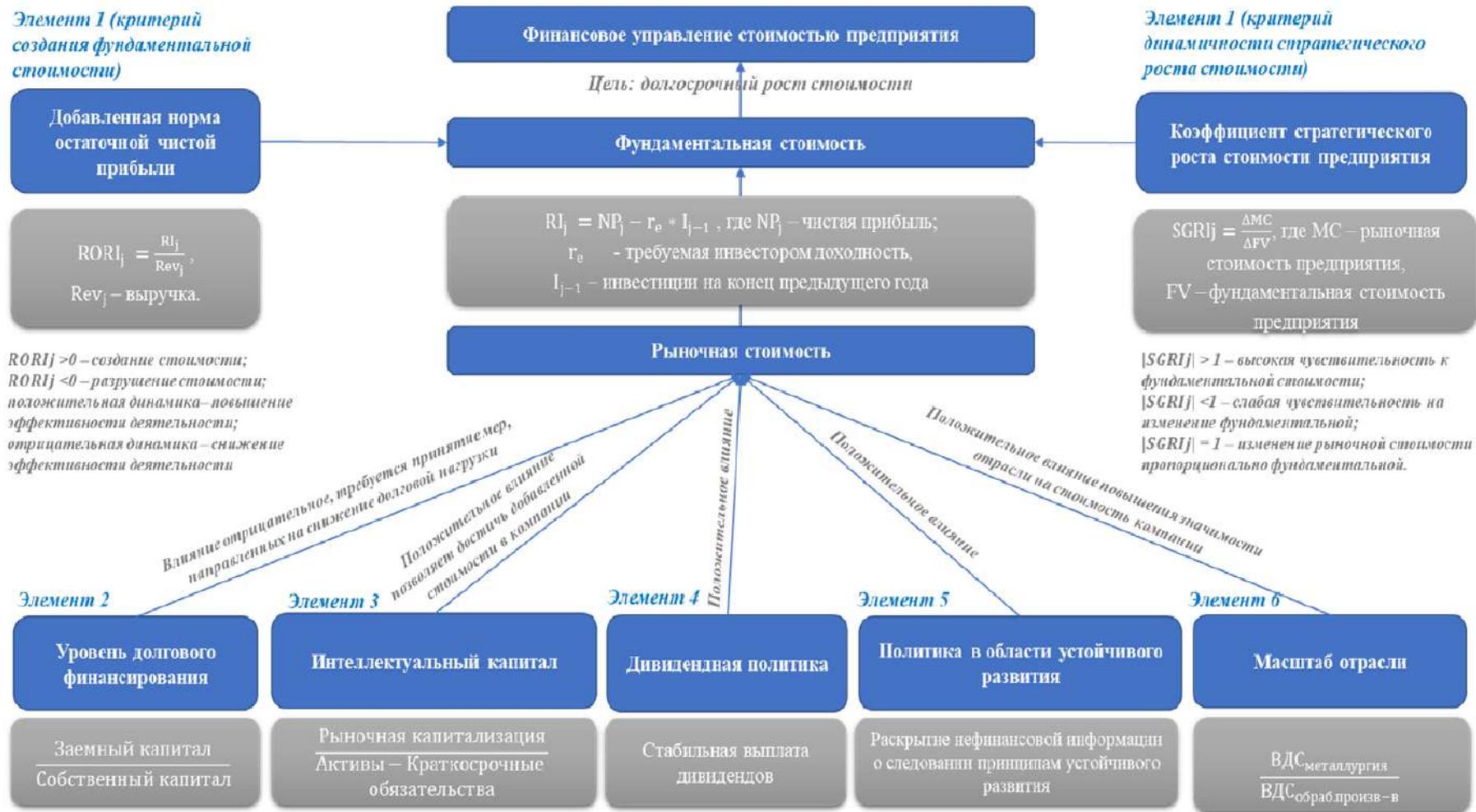


Рисунок 16 - Модель финансового управления стоимостью металлургического предприятия

Составлено автором²⁴⁵

²⁴⁵ Калайда С.А. Вербальная модель финансового управления стоимостью предприятия металлургической отрасли/ Калайда С.А., Чупанова Х. А. // Экономическая безопасность. – 2024. – Том 7. – № 5. – С. 1189–1206.

Исходным вопросом в повышении стоимости компании выступает оценка эффективности создания стоимости ее фундаментальных активов, которую предлагается проводить, помимо общеизвестных показателей коэффициентного анализа, на основе предлагаемых коэффициентов добавленной нормы остаточной чистой прибыли и коэффициента динамичности стратегического роста предприятия.

Такой подход к оценке фундаментальной стоимости позволяет зафиксировать создание стоимости по бизнес-единицам компании, тем самым позволит определить вклад каждой профильной и непрофильной бизнес-единицы в создание добавленной ценности для предприятия. Так, детерминанты стоимости предприятия должны быть основаны на фундаментальных оценках, подлежащих интерпретации в контексте создания добавленной ценности с точки зрения финансово-экономического эффекта.

Однако публичное предприятие имеет вторую стоимость – рыночную, которая также подвержена различному множеству факторов финансового и нефинансового характера, которые оказывают более выраженное воздействие на рыночную стоимость. Такие факторы мы условно предлагаем рассматривать в рамках укрупненных группировок (факторов, создающих рыночную ценность). Основываясь на результатах оценок эконометрической модели, можем сделать вывод о том, что рассматриваемые нами укрупненные факторы, которые выражаются количественными и качественными показателями, оказывают существенное влияние на стоимость компании.

Вместе с тем стоимость предприятия с позиции рынка подвержена множеству факторов, влияние которых оценить в идеале практически невозможно. Поэтому данные факторы нами объединены в группировки по уровню долговой нагрузки, интеллектуальным ресурсам, политики в области устойчивого развития, дивидендной политики, а также масштаба отрасли.

Существует позиция относительно формирования системы контроля за управлением стоимостью компании, которая включает три стадии: 1) декомпозиция первичных факторов создания стоимости, обеспечивающих возможность комплексно анализировать цепочку создания бизнесом стоимости; 2) выработка практической финансовой модели фирмы с учетом долгосрочных задач развития предприятия на основе финансовых показателей; 3) включить факторы создания стоимости в систему контроля, планирования, оценки работы предприятия.²⁴⁶

Таким образом, немаловажным аспектом оценки эффективности принимаемых управленческих решений является проведение инициативного аудита на предприятии, направленного на выявление соответствия деятельности, принятым на предприятии стандартам и политикам. Инициативный аудит организации может охватывать не только анализ систем

²⁴⁶ Когденко В.Г. Разработка системы контроля за эффективностью управления стоимостью компании / В.Г. Когденко // Финансовый менеджмент. – 2012. – 8 (488). С. 6.

бухгалтерского учета и внутреннего контроля предприятия, но и детальное изучение организационной структуры, методов организации производства, корпоративной финансовой политики компании, оценку внешних условий ее деятельности, на основе чего разрабатываются рекомендации по совершенствованию различных аспектов функционирования организации.²⁴⁷

Элементы модели финансового управления стоимостью металлургического предприятия

Элемент 1 «Стоимостные параметры»

Стоимость предприятия в системе финансового управления требует введения оценочных комплексных коэффициентов, содержащих параметр, позволяющий учитывать требуемую рынком доходность в контексте финансово-экономической деятельности. В этой связи, помимо классических коэффициентов финансово-экономического анализа, предлагается рассчитывать следующие показатели.

1. Добавленная норма остаточной чистой прибыли (RORI). Показатель, демонстрирующий величину добавленного дохода, полученного предприятием на 1 рубль реализованной продукции. Данный показатель целесообразно рассчитывать также и на уровне каждой бизнес-единицы и отслеживать наиболее перспективные направления деятельности, создающие дополнительную стоимость для фирмы.

2. Агрегированный показатель стратегического роста (SGRI). Он отражает темпы наращивания стоимости фирмы и фиксирует чувствительность изменения рыночной стоимости к фундаментальной.

Элемент 2 «Уровень долгового финансирования»

Финансовая политика предприятия представляет собой совокупность мероприятий, направленных на формирование, организацию и использование финансовых ресурсов предприятия для достижения целей предприятия. Конечной целью финансовой политики предприятия выступает оптимизация решений финансирования и инвестирования. И здесь важно сформировать структуру капитала таким образом, чтобы уровень за кредитованности оставался на «комфортном» для предприятия уровне.

В данном блоке предлагается ряд, продолжающий логику оценки, но уже с точки зрения финансовых показателей, непосредственно характеризующих наращивание стоимости компании в аспекте реализации ее финансовой политики.

1. Показатель финансового левериджа (кредитное плечо или кредитный рычаг) характеризует уровень за кредитованности предприятия. Данный показатель составляет основу

²⁴⁷ Чупанова Х. А. Роль внешнего аудита в принятии управленческих решений. /Х. А. Чупанова //Развитие современной экономики: материалы работы Международной конференции молодых ученых-экономистов, Санкт-Петербург. - 2022. – С. 78–81.

принятия последующих инвестиционных решений, влияет на расширение производственной или операционной деятельности.

2. Наряду с показателем финансового левериджа целесообразно оценить эффект финансового левериджа (Degree of financial leverage-DFL), выражаемый следующей формулой:

$$DFL = \left(1 - \frac{i_{\text{tax}}}{100}\right) * (ROA - i_{\text{average}}) * FL, \quad (29)$$

где

i_{tax} — ставка налога на прибыль (в РФ составляет 20%);

ROA — рентабельность активов;

i_{average} — средняя процентная ставка по кредитам;

FL — отношение заемного капитала к собственному.

Сила воздействия заемных средств на показатель финансового левериджа заключается в показателе эффекта финансового левериджа. Рост стоимости капитала ведет к негативному эффекту на финансовый леверидж. Так, снижение уровня долговой нагрузки в финансовых терминах может быть обеспечено двумя способами: во-первых, погашение основного долга по кредитному портфелю; во-вторых, погашение процентов (расходы на обслуживание долга).

В данной формуле не учтена важная составляющая – кредиты с плавающей процентной ставкой, которые существенно увеличивают риск негативного влияния на финансово-хозяйственную деятельность предприятий.

Вместе с тем при оценке эффекта финансового левериджа в расчете средней ставки стоит ввести средневзвешенную ставку по кредитам в зависимости от условий кредитного соглашения (кредиты с плавающей процентной ставкой и с фиксированной). Поскольку ключевая ставка Банка России – это процентная ставка, обеспечивающая денежно-кредитные условия в экономике, необходимо учитывать риски повышения ключевой ставки и ее влияние на кредиты, полученные по фиксированным ставкам. На среднесрочном горизонте Банк России ожидает поддержание ключевой ставки на повышенном уровне на протяжении продолжительного времени. В базовом сценарии в 2024 году значение ключевой ставки ожидается в диапазоне 12,5%–14,5% (в 2025 г.: 7,0%–9,0%; в 2026 г.: 6,0% -7,0%). А в рисковом сценарии ожидается значение ключевой ставки в диапазоне 16%–17% (в 2025 г.: 8,5%–10,5%; в 2026 г.: 7,0%–8,0%)²⁴⁸.

3. Коэффициент финансового левериджа целесообразно рассматривать в контексте анализа возможностей обслуживания долга. Так, коэффициент Net debt/ЕВITDA характеризует способность предприятия погашать обязательства за счет генерируемых поступлений. Данный

²⁴⁸ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов. Банк России. [Электронный ресурс].- Режим доступа: URL: [https://cbr.ru/Content/Document/File/150582/on_2024\(2025-2026\).pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/150582/on_2024(2025-2026).pdf).

коэффициент наиболее часто используется банками при определении уровня долговой нагрузки и принятии решения о выдаче новых заемных средств.

Наряду с банковским кредитованием эффективным механизмом привлечения средств являются льготные займы Фонда Развития Промышленности²⁴⁹ от 3 до 5 процентов сроком до 7 лет и объемом от 5 млн руб. до 5 млрд руб., используемые в целях разработки высокотехнологичных товаров, импортозамещающих производств, продукции оборонно-промышленного комплекса и двойного назначения и пр.

Элемент 3 «Интеллектуальный капитал»

Наращивание интеллектуального капитала как необходимого в целях повышения конкурентоспособности ресурса, в конечном итоге составляющего основу эффективности использования других ресурсов предприятия и повышения рыночной стоимости. Данный показатель тесно связан с реализацией инновационных проектов и планов стратегического развития предприятия, развитием инновационного потенциала. Основными структурными частями интеллектуального капитала (по Т. Стюарту) являются человеческий капитал (персонал, включая их знания и навыки, творческие способности), организационный (техническое и программное обеспечение, оргструктура, патенты) и потребительский (связи с клиентами, информация о клиентах, торговая марка, бренд).

Одним из ключевых факторов влияния на стоимость компании является интеллектуальный капитал, ценность которого до конца не осознана хозяйственными субъектами, но в терминах стоимостного управления является одним из главных инструментов повышения конкурентоспособности и роста стоимости фирмы.²⁵⁰ Это также подтверждают полученные в данном исследовании количественные оценки влияния.

Элемент 4 «Дивидендная политика»

Данный элемент управления характеризует политику формирования дохода, выплачиваемого собственникам предприятия в соответствии с долей их вклада. Наряду с инвестиционными решениями, обеспечивающими приток на предприятие денежных средств, большое значение должно отводиться дивидендной политике. Ключевым принципом дивидендной политики является обеспечение оптимального сочетания интересов общества и его акционеров при распределении дивидендов. Одним из ключевых показателей эффективности для менеджмента может рассматриваться принцип стабильной выплаты дивидендов, что направлено преимущественно на создание инвестиционной привлекательности акций. Стабильность выплат

²⁴⁹ Официальный сайт Фонда Развития Промышленности [Электронный ресурс].- Режим доступа: URL: <https://fgrpf.ru/zaumy/>.

²⁵⁰ Новиков А. В. Финансовые инструменты создания стоимости компании/ А. В. Новиков, И.Я. Новикова//Имущественные отношения в Российской Федерации. – 2012. - № 8 (131). - С. 52.

дивидендов позволяет говорить о высоком уровне устойчивости предприятия, что обеспечить инвестиционную привлекательность акций.

Элемент 5 «Политика в области устойчивого развития»

Понятие «устойчивое развитие» определяется как развитие, удовлетворяющее текущие потребности общества, не доставляя ущерба для будущих поколений. На глобальном уровне данная тенденция становится все более актуальной и сказывается на деятельности практически всех хозяйствующих субъектов.

- Глобальная инициатива по отчетности (Global Reporting Initiative, GRI);
- Глобальный договор ООН (United Nations (UN) Global Compact);
- Совет по стандартам отчетности устойчивого развития (Sustainability Accounting Standards Board, SASB);
- Международный совет по интегрированной отчетности (The International Integrated Reporting Council, IIRC).

Вместе с тем отражает вклад предприятия в достижение глобальных целей устойчивого развития. Более того, Банком России отмечается, что решение вопросов устойчивого развития имеет большое значение для выстраивания отношений с зарубежными партнёрами из дружественных стран. Так, Банк России планирует сфокусироваться на решении вопросов встраивания ESG-факторов в корпоративное управление, интеграцию ESG-рисков в пруденциальное регулирование и надзор.²⁵¹

Прозрачность и открытость данных о нефинансовой деятельности фирмы создает для пользователей отчетности более широкое поле для принятия решений в отношении инвестирования в ценные бумаги компании, создает благоприятный имидж о ее деятельности и потенциально способствует к росту ее стоимости и инвестиционной привлекательности.

Элемент 6 «Масштаб отрасли»

Условия развития той или иной отрасли неизбежно оказывают влияние на рыночную стоимость фирмы. В количественном выражении представление о масштабе отрасли в макроэкономическом контексте может отражать показатель, рассчитываемый как отношение добавленной стоимости конкретного производства к добавленной стоимости обрабатывающих производств. Возможность расширения масштабов отрасли зависит от ряда параметров, в том числе макроэкономических, которые впоследствии закладывают влияние на рыночную стоимость капитала.

²⁵¹ Финансовый рынок: новые задачи в современных условиях. Новый взгляд на финансовую устойчивость предприятий: вызовы и решения для Российской Федерации [Электронный ресурс]. – 2022.- С. 16–17. Режим доступа: URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/139354/financial_market_20220804.pdf (дата обращения: 15 апреля 2024 г.)

Влияние эффекта масштаба металлургической отрасли объясняется ее межотраслевой спецификой, добавленная стоимость которой создает благоприятные условия развития смежных отраслей. Информационной базой здесь могут служить отраслевые показатели рентабельности, отгрузки товаров собственного производства, объем экспорта и импорта по товарным группам и направлениям поставок в разрезе стран, информация о реализации крупнейших инвестиционных проектов.

Отраслевые тенденции наращивания экспорта и сокращения импорта, переориентации поставок сырья и материалов в более приоритетные направления, рост рентабельности отрасли и т. д. формируются на основе деятельности ключевых предприятий отрасли. Наращивание ВДС в производстве отдельной отрасли демонстрирует наличие возможностей для расширения производств, благоприятную среду, а также повышение спроса на продукцию и услуги.

В применении к развитию отрасли конкурентный анализ для предприятия может сформировать объективное представление об основных тенденциях развития отрасли и принимать решения, согласующиеся с общеотраслевым вектором развития.

В этой связи отметим, что формирование финансовой стратегии долгосрочного повышения роста стоимости предприятия следует выстраивать, исходя из совокупности фундаментальных и рыночных факторов создания ценности.

Использование данной модели финансового управления включает в себя применение разработанного нами методического инструментария, который с точки зрения внедрения самого подхода (элементы управления, необходимость воздействия и ключевые показатели эффективности) нуждается в воздействии, как в повышении показателей (например, интеллектуальный капитал), так и стремлению к их снижению (например, уровень долгового финансирования). Вместе с тем предложенная модель финансового управления стоимостью предприятия позволит достичь стратегической цели наращивания стоимости предприятия в условиях беспрецедентного санкционного давления.

Стоит отметить, что данная модель финансового управления является универсальной, а критерием универсальности в данном случае выступает охват выделенных нами областей воздействия, в том числе отраслевой специфики. В этой связи модель может использоваться на основе показателей, ее описывающих. Таким образом, она универсальна с точки зрения реализации самого подхода.

Таким образом, данная модель финансового управления стоимостью металлургического предприятия включает в себя комплекс обширных группировок, заключенных в ряд показателей, и способных оказывать влияние на принятие эффективных управленческих решений в рамках ценностно-ориентированного управления.

Выводы по главе 3

В главе 3 проведена практическая апробация сформулированных в предыдущей главе моделей, обосновывающих оценку металлургических предприятий с двух позиций: фундаментальной и рыночной.

- В рамках развития методических подходов расчета фундаментальной стоимости обоснован и апробирован алгоритм оценки финансово-экономической эффективности предприятия в системе ценностно-ориентированного менеджмента с учетом предложенных коэффициентов результативности.
- На основе логической и математической взаимосвязи оценено влияние на рыночную ценность динамики соотношения заемного капитала к собственному, измерения интеллектуального капитала, политики выплаты дивидендов, а также масштаба отрасли и действий компании, предпринимаемых для достижения глобальных целей в области устойчивого развития.
- Предложена модель финансового управления стоимостью металлургического предприятия, включающая в себя факторы формирования фундаментальной и рыночной стоимости.

Заключение

Проведенное исследование фундаментальных и прикладных научных работ, а также практических аспектов в управлении ценностью компании позволило совершенствовать и развить существующую методику управления стоимостью компании с учетом ее становления и современного состояния.

В части теоретического вклада в развитие данного научного направления следует выделить разработку авторской периодизации эволюции концепции управления стоимостью компании через различные этапы становления экономической науки. Оценка стоимости фирмы по своей экономической сущности имеет схожие черты с представлениями ученых Древней Греции и Древнего Рима. Активный период для формирования значимых стоимостных теорий, составляющих базу для современной трактовки понятия «стоимость» пришелся на классический период развития экономической теории. Формирование же понятия «стоимость компании» произошло на неоклассическом этапе развития экономической теории в связи с первостепенным значением частного капитала для развития экономики и частных предприятий. А начало становления самой финансовой науки и стоимостной теории принято относить к работам А. Маршалла, Г. Марковица, А. Раппопорта, Т. Коупленда, Т. Коллера, Дж. Муррина, Г. Арнольда и др.

Теоретический анализ теории управления стоимостью фирмы на текущем этапе развития науки позволил раскрыть концептуальные основы современного финансового управления стоимостью компании. В этой связи автором обобщен и дополнен в рамках финансового менеджмента системный подход к ценностно-ориентированному управлению, предложен авторский подход к стоимостному управлению на металлургическом предприятии, включающий рассмотрение стоимостного управления в более широком контексте его функционирования, а именно, с точки зрения двух видов стоимости и ключевых элементов, формирующих их. Так, ключевыми элементами стоимостного управления в нашем понимании являются: стоимостные параметры, интеллектуальный капитал фирмы, соотношение заемного капитала к собственному, политика выплаты дивидендов и политика в области устойчивого развития, а также масштаб отрасли.

Применение концепции VBM в практике финансового менеджмента металлургических компаний требует, во-первых, осмысления основных направлений и тенденций развития отрасли, во-вторых, обращения к существующим в научных кругах теоретическим и эмпирическим работам, а также практическим рекомендациям.

В этой связи автором проведен последовательный анализ количественных показателей металлургических компаний, в том числе показателей отрасли на основе документов

стратегического планирования. Выявлено, что состояние корпоративного металлургического сектора задает основные тренды развития практически всей обрабатывающей промышленности. Укрепление роли металлургических компаний на публичном рынке капитала и на международной арене в целом предопределяет необходимость повышения двух видов стоимости: фундаментальной и рыночной.

В части вклада в развитие методики оценки фундаментальной стоимости автором сформулирована поэтапная методика расчета модели остаточной чистой прибыли, а также теоретические аспекты обоснования ее применения на отраслевом уровне. Методика основана на фундаментальных и прикладных научных исследованиях в области развития концепции ценностно-ориентированного менеджмента зарубежными и отечественными авторами.

В качестве критериев эффективности применения такой модели оценки как инструмента достижения стратегической цели повышения стоимости компании автор предлагает использовать несколько критериев. Во-первых, разработанный критерий эффективности деятельности (RORI) в рамках VBM – критерий, апеллирующий к традиционному коэффициентному анализу, но формирующий новое представление о компании с точки зрения создания или разрушения ценности за определенный период. Во-вторых, оценку динамичности стратегического роста предлагается проводить на основе коэффициента SGRI, который отражает меру чувствительности рыночной стоимости к изменению ее фундаментальной ценности.

В части развития методики определения индикатора рыночной стоимости компании автор предлагает проводить оценку положения фирмы с позиции фондового рынка на основе эконометрической (полулогарифмической) модели взаимосвязи логарифма рыночной капитализации (как индикатора рыночной стоимости) с коэффициентом финансового левериджа, коэффициентом Тобина, дивидендной политикой (фиктивная переменная), политикой в области устойчивого развития (фиктивная переменная), а также масштабом отрасли (доля металлургии в ВДС обрабатывающих производств).

Логика данного исследования апробирована и обоснована на примере отечественных металлургических компаний.

В рамках развития методических подходов расчета фундаментальной стоимости автором обоснован и апробирован алгоритм оценки состояния фирмы в терминах VBM с использованием предложенного автором показателя добавленной нормы остаточной чистой прибыли RORI, а также коэффициента оценки динамичности стратегического роста предприятия SGRI на примере крупнейших российских металлургических компаний.

Апробирована модель взаимосвязи рыночной стоимости компании с показателями финансовой политики, дивидендной политики, а также фактора раскрытия нефинансовой отчетности. На основе данных финансовой отчетности и рыночных оценок, выявлена

математическая и логическая взаимосвязь показателя рыночной стоимости компании с такими детерминантами, как интеллектуальный капитал, доля заемного капитала к собственному, действия, предпринимаемые для достижения глобальных целей в области устойчивого развития, и масштаб отрасли, а также политика выплаты дивидендов и наличие отчетности в области устойчивого развития.

Таким образом, стоимостное управление на предприятии должно осуществляться на основе комплексного подхода к управлению стоимостью предприятия как с учетом формирования фундаментальных оценок, так и рыночных. При этом совокупность финансовых детерминант рассчитывается в рамках фундаментальной стоимости активов, а рыночные формируются преимущественно на основе ожиданий инвесторов и макроэкономических факторов. В этой связи выявленные нами факторы позволяют построить эффективную систему финансового управления с точки зрения фундаментальных и рыночных позиций.

Обобщая результаты проведенного исследования, автор обращает внимание на комплексное рассмотрение проблематики финансового управления стоимостью компании в разработанном автором концептуальном подходе к их решению в модели финансового управления на основе мониторинга показателей с различной степенью детализации, информационно-аналитических публикаций и внутренних инструментов аналитики данных.

Список использованных источников

Нормативно-правовые акты

1. Информационное письмо Центрального банка Российской Федерации о рекомендациях по реализации принципов ответственного инвестирования. Участникам рынка ценных бумаг от 15 июля 2020 г. № ИН-06-28/111 [Электронный ресурс].- Режим доступа: https://cbr.ru/statichtml/file/59420/20200715_in_06_28-111.pdf
2. Приказ Минэкономразвития от 20 мая 2015 г. № 298 «Цель оценки и виды стоимости (ФСОН № 2)» [Электронный ресурс] .- Режим доступа: URL: http://www.ceae.ru/FSO_2.htm
3. Приказ Минэкономразвития России от 1 ноября 2023 г. № 764 «Об утверждении методических рекомендаций по подготовке отчетности об устойчивом развитии» [Электронный ресурс].- Режим доступа: URL: https://www.economy.gov.ru/material/file/70c9039795779d4b5b55c3fb8066afd3/764_2023-11-01.pdf
4. Распоряжение Правительства РФ от 28 декабря 2022 г. № 4260-р «Об утверждении Стратегии развития металлургической промышленности РФ на период до 2030 г.» [Электронный ресурс].- Режим доступа: URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/405963845/>.
5. Федеральный закон от 29.07.1998 N 135-ФЗ (ред. от 28.11.2018) «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL:http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19586/010969a54af6f2ea4b4cb3cf4a1adaf4e6b3f4e3/

Книги, монографии, статистические сборники, статьи из периодических изданий, сборники научных трудов, авторефераты, диссертации

а. на русском языке

6. Абрамишвили Н.Р. Модель интеллектуального капитала в диагностике высокотехнологичных компаний / Н.Р. Абрамишвили, Н. А. Львова // Финансовая аналитика: проблемы и решения. - 2014. -№ 25. – С. 26.
7. Архипова Ю. А. Совершенствование деятельности металлургического предприятия в условиях конкуренции / Ю. А. Архипова // Горный информационно-аналитический бюллетень (научно-технический журнал). – 2015. - С. 394.
8. Ахмадеева О. А. Проблемы оценки стоимости бизнеса /О. А. Ахмадеева, И. А. Кошкина// Современные исследования социальных проблем (электронный научный журнал), Modern Research of Social Problems. – 2014. - № 2 (34). - С. 1–16.

9. Барсуков М.В. Построение модели управления финансами промышленного предприятия на основе применения инструментов оперативного и стратегического анализа / М.В. Барсуков, Н. С. Меркулова // Экономические науки. Вестник Алтайской академии экономики и права. - 2020. - №12. - С. 8.
10. Басова Н. В. Эволюционное развитие финансовой науки: от ненаучного состояния до состояния современного развития теории финансов / Н. В. Басова // Аудит и финансовый анализ. - 2013. - № 4. - С. 302.
11. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс // пер. с англ. Н. Барышниковой. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. - 1008 с.
12. Бригхэм Ю. Финансовый менеджмент / Ю. Бригхэм, М. Эрхардт // 10-е издание // Пер. с англ. под ред. к.э.н. Е. А. Дорофеева. – СПб.: Питер, 2005. – 959 с.
13. Бухвалов А. В. Фундаментальная ценность собственного капитала: использование в управлении компанией / А. В. Бухвалов, Д. Л. Волков // Научные доклады № R1–2005 СПб.: НИИ менеджмента СПбГУ. - 2005. - С. 12.
14. Бухвалов А.В. Исследование зависимости между показателями фундаментальной ценности и рыночной капитализацией российских компаний / А.В. Бухвалов, Д. Л. Волков // Вестник СПбГУ. - 2005. - Сер.8. – Вып.1. - С. 26–43.
15. Валдайцев С.В. О точности практических оценок рыночной стоимости компаний / С.В. Валдайцев // Вестник СПбГУ. – 2012. - Сер.5.2012.- Вып. 3. - С. 116.
16. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса: учебник–3-е изд., перераб. и доп./ С.В. Валдайцев // М.: ТК Велби, Издательство Проспект, 2008. – 576 с.
17. Вальрас Л. Элементы чистой политической экономии или Теория Общественного богатства [Электронный ресурс] / Л.Вальрас // Перевод на русский язык – И. Егоров, А. Белянин, 2000. - С. 35. Режим доступа: URL: https://www.biznesbooks.com/components/com_jshopping/files/demo_products/valras-l-elementy-chistoj-politicheskoy-ekonomii.pdf.
18. Верховцева Е.А., Гребеник В.В. Оценка стоимости компании: эмпирические и теоретические аспекты // Интернет-журнал «НАУКОВЕДЕНИЕ». – 2016. Том 8. - №1. – С. 1–9.
19. Волков Д. Л. Модели оценки фундаментальной стоимости собственного капитала: проблема совместимости / Д. Л. Волков // Вестник Санкт-Петербургского университета. - 2004. - Серия 8. - Менеджмент. - Вып. 3 (№24) - С.7.
20. Волков Д. Л. Показатели результатов деятельности: использование в управлении стоимостью компании / Д. Л. Волков // Российский журнал менеджмента. – 2005. - Том 3. - №2. - С. 7.

21. Волков Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты / Д. Л. Волоков // Высшая школа менеджмента СПбГУ. — СПб. Изд-во «Высшая школа менеджмента»; Издат. дом С.-Петербур. гос. ун-та., 2008. — С.27-36.
22. Волков Д. Л. Управление ценностью: анализ основанных на бухгалтерских показателях моделей оценки собственного капитала/ Д. Л. Волков, И.В. Березинец // Научные доклады. СПб.: НИИ менеджмента СПбГУ. - 2006. - С. 14.
23. Грэм Б. Разумный инвестор: Полное руководство по стоимостному инвестированию / Б. Грэм // Дополнения и комментарии Джейсона Цвейга. М.: Альпина Паблишер, 2020. – 568 с.
24. Грязнова А. Г. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / А. Г. Грязнова, М. А. Федотова, М.А. Эскиндаров, Т.В. Тазихина, Е. Н. Иванова, О. Н. Щербакова. — М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003. — 544 с.
25. Дамодаран А. Инвестиционная оценка / А. Дамодаран // Альпина Бизнес Букс, 2008. – 1323 с.
26. Джевонс В. Политическая экономия / В. Джевонс // Перевод под редакцией и с предисловием Р. Марковичь. Типография «Народная польза», 1905. – 120 с.
27. Доклад Международной комиссии по окружающей среде и развитию (МКОСР). 1987. [Электронный ресурс] Перевод с английского. Под ред. С. А. Евтеевой и Р.А. Перелета. Режим доступа: URL: <http://устойчивоеразвитие.пф/files/monographs/OurCommonFuture-introduction.pdf>
28. Жукова Е. В. Основные тенденции развития ESG-повестки: обзор в России и в мире / Е.В. Жукова // Вестник Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова. – 2021. - № (6). – С. 68–82.
29. Иванов В. В. Инвестиционная активность российских компаний: тренды и драйверы // В. В. Иванов // Научные труды Вольного экономического общества России. – 2019. - Том 218. - С. 581–588.
30. Ивашковская И. В. Система интегрированного управления стоимостью компании: автореферат диссертации на соискание ученой степени доктора экономических наук: 08.00.10 / Ивашковская Ирина Васильевна. – Москва, 2010. - С. 35.
31. Ивашковская И. В. Управление стоимостью компании как инновация/ Корпоративные финансы: перспективы и реальность / И. В. Ивашковская // Управление стоимостью компании: сб. ст. участников Третьей междунар. конф. молодых ученых / под науч. ред. Т. В. Тепловой; Гос. ун-т — Высшая школа экономики. — М.: Изд. дом ГУ ВШЭ. - 2006. — 256 с.

32. Ивашковская И.В. Финансовые измерения корпоративных стратегий. Финансовые измерения корпоративных стратегий / И.В. Ивашковская // Аудит и финансовый анализ. – 2007. - № 5. - С. 11.
33. Калайда С.А. Вербальная модель финансового управления стоимостью предприятия металлургической отрасли/ Калайда С.А., Чупанова Х. А. // Экономическая безопасность. – 2024. – Том 7. – № 5. – С. 1189–1206.
34. Калайда С.А. Теоретические основы формирования категории «стоимость компании» и современные практические аспекты ценностно-ориентированного управления / Калайда С.А., Чупанова Х. А. // Экономика, предпринимательство и право. – 2024. – Том 14. – № 6. – С. 3243–3262.
35. Каплан Р. Стратегические карты. Трансформация нематериальных активов в материальные результаты / Р. Каплан, Д. Нортон // Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. – 512 с.
36. Карлова Н. Инфляционные ожидания и бизнес-решения: результаты опроса предприятий. Аналитическая записка / Н. Карлова, Е. Пузанова, И. Богачева // Банк России. - 2020. - С. 15.
37. Карпова О. К. К вопросу об оценке рыночной стоимости предприятий / О. К. Карпова, Н.А. Лобахина, А.А. Юрков // Вестник Ростовского государственного экономического университета (РИНХ). – 2015. - № 2. – 50. С. 85.
38. Кириллина В. Н. Обзор исследования «Оценка корпоративного управления в публичных акционерных обществах с участием Российской Федерации, акции которых обращаются на организованном рынке ценных бумаг» / В. Н. Кириллина // Журнал «Бизнес, Общество, Власть». - 2018. - № 1 (27). - С. 8.
39. Ковалев В. В. Финансовая наука в России (XVIII-XIX вв.). История финансов и учета. [Электронный ресурс].- Режим доступа: URL: <https://finbiz.spb.ru/wp-content/uploads/2011/04/kovalev.pdf>
40. Ковалев В. В. Финансовый менеджмент: теория и практика / В. В. Ковалев // М: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2007. – 1024 с.
41. Когденко В. Г. Анализ факторов стоимости бизнеса по данным финансовой отчетности / В.Г. Когденко. – 2008. – 3 (3). С. 3.
42. Когденко В.Г. Анализ стратегии бизнеса с помощью финансовых моделей / В.Г. Когденко//Стратегический менеджмент. - 2010. – 13 (37). С. 37.
43. Когденко В.Г. Корпоративная финансовая политика: особенности разработки и реализации/ В.Г. Когденко // Финансовая аналитика: проблемы и решения, 2013. - С. 2.

44. Когденко В.Г. Разработка системы контроля за эффективностью управления стоимостью компании / В.Г. Когденко // Финансовый менеджмент. – 2012. – 8 (488). С. 6.
45. Козлова А. С. Теоретические аспекты оценки стоимости публичных компаний: понятие, цели и методы оценки / А. С. Козлова, Д.С. Тараскин // Наука и общество. - 2018. - №3 (32). - С.52.
46. Козлова Н. И. Максимизация акционерной стоимости на динамичном российском рынке капитала / Н. И. Козлова // Российское предпринимательство. — 2016. — Т. 17. — № 18. — С. 2351–2370.
47. Косорукова И. В. / Методологические проблемы оценки стоимости бизнеса: теория и практика. Монография / И. В. Косорукова // М.ООО «СинергияПРЕСС», 2012. - С. 40.
48. Кудина М. В. Фундаментальная и рыночная стоимость компании / М. В. Кудина // Российское предпринимательство. – 2010. - №1(2). - С.35.
49. Леонтьев В.Е. Корпоративные финансы: учебник для вузов / В.Е. Леонтьев, В. В. Бочаров, Н.П. Радовская // 3-е., перераб.и доп.-Москва:Издательство Юрайт, 2020. - 354 с.
50. Лукасевич И. Я. Исследование зависимостей и оценка влияния мировых фондовых рынков на фондовый рынок России / И.Я. Лукасевич // Экономика. Налоги. Право. - 2020 г. - №4 – С. 44–56.
51. Лукасевич И. Я. Финансовый менеджмент: учебник и практикум для вузов // И.Я. Лукасевич // Юрайт. Москва, 2024 г. – 680 с.
52. Лукашов В. Н. Определение величины ставки дисконтирования для инвестиционного проектирования и оценки бизнеса: о различии подходов к исчислению и применению/ В. Н. Лукашов, Н. В. Лукашов // Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика. – 2019. Т - . 35. - Вып. 1. С. 83–112.
53. Львова Н. А. Гипотеза о влиянии отраслевых циклов на инвестиционную активность российских предприятий. Экономика предприятий, регионов и отраслей / Львова Н. А., Абрамишвили Н.Р. - 2019. - №5 (119). – Часть II. – С. 66 -71.
54. Макарова В. А. Моделирование финансового управления холдинговых структур. Научная монография / В. А. Макарова // СПб.: Изд-во Политехн. Ун-та, 2013. – 168 с.
55. Малахов Р. Г. Комплексы имущества: особенности применения подходов при оценке рыночной стоимости / Р. Г. Малахов, Д. Г. Малахов // Экономические проблемы регионов и отраслевых комплексов. Проблемы современной экономики. – 2015. – С. 272–276.
56. Маричева Н. Н. Влияние враждебных поглощений на стоимость акций приобретающих компаний: российская и европейская практика / Н. Н. Маричева, Е. М. Рогова // Journal of Corporate Finance Research / Корпоративные финансы. - 2016. - № 4. С. 86.

57. Маркс К. Сочинения. Т. 26. / К. Маркс, Ф. Энгельс [Электронный ресурс] // Государственное издательство политической литературы. Москва, 1962 г. – 476 с. .- Режим доступа: URL: <https://www.marxists.org/russkij/marx/cw/t26-1.pdf>.
58. Маршалл А. Принципы экономической науки // А. Маршалл, 1993. 309 с. [Электронный ресурс].- Режим доступа:URL: <https://kniga-online.com/books/knigi-o-biznese/jekonomika/page-5-4657-alfred-marshall-principyu-ekonomicheskoi-nauki.html>.
59. Масько М. М. Оценка стоимости бизнеса на основе сделок M&A и модели EVA / М. М. Масько, Н. Я. Головецкий // Вестник евразийской науки. — 2023. — Т. 15. — № 2. – С. 1-12.
60. Мельник М. В. Концепция экономического анализа, ориентированного на оценку цепочки создания стоимости / М.В. Мельник, В.Г. Когденко // Теория экономического анализа. – 2010. – 7 (172). С. 6.
61. Мельник М. В. Рентабельность инвестированного капитала в системе анализа цепочки создания стоимости/ М.В. Мельник, В.Г. Когденко // Экономический анализ. – 2010. – 9(174). – С. 9.
62. Менгер К. Основания политической экономии. Исследования о методах социальных наук и политической экономии в особенности // К. Менгер // Издательский дом «Территория будущего», 2005 г. – 494 с.
63. Мордвинцева А. Д. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ: учеб. пособие / сост. А. Д. Мордвинцева // Владивосток: Изд-во ВГУЭС, 2008. – 88 с.
64. Новиков А. В. Финансовые инструменты создания стоимости компании/ А. В. Новиков, И.Я. Новикова//Имущественные отношения в Российской Федерации. – 2012. - № 8 (131). - С. 52.
65. Носкова О. Е. Управление стоимостью предприятия [Электронный ресурс]: учебно-методическое пособие / О. Е. Носкова// Пермский государственный национальный исследовательский университет. – Электронные данные. – Пермь, 2022. – 2,48 Мб ; 90 с. –Режим доступа: <http://www.psu.ru/files/docs/science/books/uchebnieposobiya/Noskova-Upravlenie-stoimostyu-predpriyatiya.pdf>.
66. Никитская Е.Ф. Инвестирование в бизнес: проблемы оценки в условиях инфляции/Е.Ф. Никитская//Экономика, Статистика и Информатика. – 2012. - №3. С. 57.
67. Овечкина А. И. Корпоративные финансы. Практикум: учебное пособие для вузов / А. И. Овечкина, Н. П. Петрова // Москва: Издательство Юрайт, 2020. — 215 с.
68. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов. Банк России. [Электронный ресурс] .- Режим доступа: URL: [https://cbr.ru/Content/Document/File/150582/on_2024\(2025-2026\).pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/150582/on_2024(2025-2026).pdf).

69. Парфенова М. Д. Сбалансированная система финансовых и нефинансовых показателей как инструмент управления стоимостью компании / М. Д. Парфенова // Сбалансированная система показателей. – 2013. – 33 (171). – С. 33.
70. Петренко Л. Д. ESG-критерии в практике принятия инвестиционных решений / Л. Д. Петренко // Международный научно-исследовательский журнал. - 2020. - Часть 2. - № 11 (101). - С. 100.
71. Повестка дня на XXI век. Принята Конференцией ООН по окружающей среде и развитию, Рио-де Жанейро, 3–14 июня 1992 г. - 1992[Электронный ресурс] .- Режим доступа: URL: https://www.un.org/ru/documents/decl_conv/conventions/agenda21.shtml
72. Посредникова Д. В. Очерки по истории финансовой науки. Монография / Д. В. Посредникова // СПбГТУРП-СПб, 2012. – 102 с.
73. Потапов А. В. Концепция ценностно-ориентированного менеджмента. / А. В. Потапов, И. Н. Ткаченко // Теория хозяйствования. Известия УрГЭУ. - № 5 (31). 2010. – С.36. - 43
74. Прошкина О.В. Системный подход к выделению бизнес-единиц на предприятии / О.В. Прошкина // Социально-экономические и технические системы: исследование, проектирование, оптимизация. – 2016. – № 2 (69). – С. 165–174.
75. Пурлик В.М. Управление компанией с ориентацией на рост стоимости бизнеса / В.М. Пурлик // Государственное управление. Электронный вестник. - 2018. - № 69. - С. 138.
76. Рекомендации по раскрытию публичными акционерными обществами нефинансовой информации, связанной с деятельностью таких обществ. Информационное письмо о рекомендациях по раскрытию публичными акционерными обществами нефинансовой информации, связанной с деятельностью таких обществ от 12 июля 2021 года № ИН-06-28/49 [Электронный ресурс]. - Режим доступа: URL: https://cbr.ru/StaticHtml/File/117620/20210712_in-06-28_49.pdf.
77. Рикардо Д. Сочинения [Электронный ресурс] / Д. Рикардо // Перевод под редакцией члена корреспондента Академии Наук СССР. Москва. - 1955 г. - Т.1. - С. 43. - Режим доступа: URL: <https://djvu.online/file/8YSa2jKYFTEb9>.
78. Рош Дж. Стоимость компании: от желаемого к действительному / Дж. Рош – Минск: Гревцов Паблицер, 2008. – 341 с.
79. Сиразетдинов Р.М. Применение метода Дж. Тобина к исследованию интеллектуального капитала на инновационно активных предприятиях / Р.М. Сиразетдинов, Л. Н. Устинова // Российское предпринимательство. - 2015. - №16 (19). - С. 3288.
80. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов» [Электронный ресурс] .- Режим доступа: URL: https://viewer.rusneb.ru/ru/000199_000009_005145794?page=22&rotate=0&theme=black.

81. Соболева Г. В. Вовлеченность российских компаний в реализацию ESG-повестки: социальный и корпоративный аспект в контексте нефинансовой отчетности / Г. В. Соболева, Е.И. Зуга // Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика. - 2022. - 38 (3). - с. 365–384.
82. Суслова М. А. Ценностно-ориентированный менеджмент для российских промышленных предприятий в условиях высокой волатильности / М. А. Суслова // Известия Юго-Западного государственного университета. Серия: Экономика. Социология. Менеджмент. - 2023. №13(3). – С. 296.
83. Теплова Т. В. Эффективный финансовый директор/ Т. В. Теплова // Эффективный финансовый директор: учебное пособие для бакалавриата и магистратуры, 2018. — 507 с.
84. Федорова Т. А. Влияние глобальной финансовой системы на инвестиционную активность российского бизнеса / Т. А. Федорова // Экономика предприятий, регионов и отраслей. - 2019. - №5 (119). – Часть II. – С. 8–14.
85. Хотинская Г.И. Корпоративный рост: теория, финансовые индикаторы, эмпирические закономерности / Г.И. Хотинская // Экономика. Менеджмент. Маркетинг. UPRAVLENETS. 2015. - № 4/56.– С. – 12- 17.
86. Чупанова Х. А. IPO как источник финансирования деятельности компании: на примере Казахстана / Х.А. Чупанова, У.А. Муртазаева // Экономика Центральной Азии. — 2020. — Том 4. — №3. — С. 233–242.
87. Чупанова Х. А. Взаимосвязь корпоративного управления со стоимостью компании: на примере американских страховых компаний / Х. А. Чупанова // Вестник РМАТ. – 2021. - №1.- С. 9–14.
88. Чупанова Х. А. Взаимосвязь рыночной капитализации с показателями стоимости высокотехнологичных компаний / Х. А. Чупанова // Экономика, предпринимательство и право. – 2019. – Том 9. – № 3. – С. 191–206.
89. Чупанова Х. А. Взаимосвязь рыночной стоимости российской страховой компании с показателями бухгалтерского учета. / Х. А. Чупанова // Развитие современной экономики: сборник материалов Международной конференции молодых ученых-экономистов. Санкт-Петербург, 27 июня 2020 года. – С. 217–225.
90. Чупанова Х. А. Концепция ценностно-ориентированного менеджмента: теоретический анализ / Х. А. Чупанова, А.А. Чупанов // Инновации. Наука. Образование. - 2021. - №37. - С.273-277.
91. Чупанова Х. А. Основные этапы развития концепции устойчивого развития / Х. А. Чупанова // Материалы международных научных конференций: X Международной научно-практической конференции, XX Международной конференции, XXIX

- Международной научно-практической конференции, VIII Международной научной конференции, Международной конференции молодых ученых-экономистов. Санкт-Петербург, 20-22 апреля 2023 года. – С. 1698–1702.
92. Чупанова Х. А. Причины безработицы на современном рынке труда и пути ее преодоления / Х. А. Чупанова // Вестник РМАТ. - 2018. - № 4. - 2018. - С.44.
93. Чупанова Х. А. Пути повышения конкурентоспособности страховой компании в контексте управления ее стоимостью. Международная ежегодная научная конференция Ломоносовские чтения-2021. Секция экономических наук. «Поколения экономических идей»: сборник лучших докладов. — М.: Экономический факультет МГУ имени М. В. Ломоносова. - 2021. - С. 300.
94. Чупанова Х. А. Роль внешнего аудита в принятии управленческих решений. /Х. А. Чупанова //Развитие современной экономики: материалы работы Международной конференции молодых ученых-экономистов, Санкт-Петербург. - 2022. – С. 78–81.
95. Чупанова Х. А. Управление стоимостью страховой компании в условиях инновационного развития/ Х. А. Чупанова// Вопросы инновационной экономики. – 2022. – Том 12. – № 1. – С. 391–410.
96. Шеремет А. Д. Анализ и диагностика финансово-хозяйственной деятельности предприятия/ А.Д. Шеремет// Москва. Инфра-М. - 2017. - С. 212. – 217.
97. Шишкин М. В. История экономических учений: учебник для бакалавров / М. В. Шишкин, Г. В. Борисов, С. Ф. Сутырин // 3-е изд., испр. и доп. — Москва: Издательство Юрайт, 2019. – 376 с.
98. Эскиндаров М. А. Оценка стоимости бизнеса: учебник / М.А. Эскиндаров, М. А. Федотова // под ред. М. А. Эскиндарова, М. А. Федотовой // М.: КНОРУС, 2016. — 320 с.

а. на иностранных языках

99. Al-Nimer M. The Effect of Profitability Ratios on Market Capitalization in Jordanian Insurance Companies Listed in Amman Stock Exchange / M. Al-Nimer, N. Alslihat // Journal of Economics and Sustainable Development, 2015. - Vol.6. - No.6. - pp.140-146.
100. Amidu M. How Does Dividend Policy Affect Firm Performance? A Ghanaian Case / M. Amidu // Investment Management and Financial Innovations. - 2007. - No 4(2). - pp. 103-112.
101. Arnold G. Value-Based Management: Context and Application/ G. Arnold, M. Davies//John Wiley & Sons.: Chichester. UK, 2000. – 384 p.
102. Ausloos M. Valuation models applied to value-based management-application to the case of UK / M. Ausloos // Forecasting. - 2020. – pp. 549-565.

103. Boda M. Linearity of the Sharpe-Lintner Version of the Capital Asset Pricing Model / M. Boda, M. Kanderova // *Procedia - Social and Behavioral Sciences*. - 2014. - №110. – pp. 1136 – 1147.
104. Chupanova Kh. Supply Chain Management Concept and Digital Economy: Digital Supply Chain Technological Innovation // Kh.A. Chupanova, Y. Otrokov, N. Mosina, V. Sekerin, A. Zharov, S. Garnik // *Indian Journal of Economics and Development*. - 2021. - Volume 17. - No. 4. – pp. 928-933.
105. Copeland T. Valuation: measuring and managing the value of companies / T. Copeland, T. Koller, J. Murrin // New York, John Wiley & Sons, 1995. - 576 p.
106. Edwards E.O. The Theory and Measurement of Business Income / E. O. Edward, P.W. Bell // Berkeley, CA: University of California Press, 1961. – 342 p.
107. Endri E. Determinants of firm's value: Evidence from financial industry / E. Endri, M. Fathony // *Management Science Letters*. - 2020. - pp. 111–120.
108. Feltham G. Uncertainty Resolution and the Theory of Depreciation Measurement/ G. Feltham, J. Ohlson // *Journal of Accounting Research*. - 1996. - pp. 209 — 234.
109. Frik S. Drivers of value creation – the role of value-based management and underlying institutions / S. Frik, S. Scharpp, M. Wolff // *Management Accounting Research*. - 2016. – No 33. - pp. 42-60.
110. Gamayuni R. The Effect Of Intangible Asset, Financial Performance And Financial Policies On The Firm Value / R. Gamayuni // *INTERNATIONAL JOURNAL OF SCIENTIFIC & TECHNOLOGY RESEARCH*. – 2015. - Volume 4. - P. 204.
111. Ghasempour A. Quality of Intellectual Capital and Human Resources Disclosure on the Firm Valuation / A. Ghasempour, M.A.M. Yusof // *Open Journal of Accounting*. - 2014. – No 3. - pp. 59–70.
112. Gordon M. Optimal investment and financing policy / M. Gordon // *The Journal of Finance*. - 1963. - vol. 18. - No 2. - pp. 264-272.
113. Hakim L. Determinant of leverage and it's implication on company value of real estate and property sector listing in IDX period of 2011-2015 / L. Hakim, N. Sunardi // *Man in India*. - 2017. - 97(24). - pp.131-148.
114. Hou R. Y. Value based management and strategic planning / R.Y. Hou, A. Zhang // *Proceedings of the 2nd International Conference on Product Innovation Management & The 3rd International Conference On Value Engineering, Peoples R China*. - 2017. - pp. 38-40.
115. How To Determine Your Company's Worth And Increase Its Value [Электронный ресурс].- Режим доступа: URL: <https://www.forbes.com/sites/forbesbusinesscouncil/2019/11/14/how-to-determine-your-companys-worth-and-increase-its-value/?sh=79bda6b86e9f>.

116. Ittner C.D. Assessing empirical research in managerial accounting: a value-based management perspective/ C.D. Ittner, D.F. Larcker // *J. Account.* – 2001. - pp. 349–410.
117. Lintner J. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations / J. Lintner // *The Review of Economics and Statistics.* - 1961. - vol. 44. - No 3. - pp. 243-269.
118. Lintner J. The Valuation of Risky Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets» /J. Lintner // *Review of Economics and Statistics* 47. - 1965. - pp. 13–37.
119. Malik M. S. Impact of changes in dividend policy on firm’s value: A case study of cement sector of Pakistan / M.S. Malik, M. Maqsood // *Journal of Basic Sciences and Applied Research.* - 2015. – No 1(4). - pp. 41-52.
120. Market Capitalization vs. Equity What's the Difference? [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: <https://www.investopedia.com/ask/answers/122314/what-difference-between-market-capitalization-and-equity.asp>.
121. Markowitz H. Portfolio Selection / H. Markowitz // *The Journal of Financ.* - 1952. - Vol. 7. - Issue 1. – pp. 77-91.
122. Miller M. Dividend policy, growth, and the valuation of shares / M. Miller., F. Modigliani // *The Journal of Business.* - 1961. - vol. 34. - pp. 411-433.
123. Mitan A. Value-based management: A case study of Visegrad Four countries / A. Mitan, A. Siekelova, M. Rusu, M. Rovnak // *Ekonomicko-manazerske spektrum.* - 2021. - 15(2). - pp. 87-98.
124. Nurdin D. Moderator Effect of Corporate Governance on the Relationship of Financial Performance and Dividend Policy, and Its Impact on Firm Value in Indonesia Stock Exchange/ D. Nurdin, MY. Kasim // *Int J Econ Manag Sci* 7: 499. – 2017. – pp. 1- 7.
125. Nwala M. Impact of corporate financial policies on firm value of quoted insurance firms in Nigeria/ M. Nwala, J. Gimba, G. Oyedokun // *Fountain University Osogbo Journal of Management (FUOJM).* - 2020. - No 5(1). - pp. 219 – 236.
126. Odum A. N. Impact of dividend payout ratio on the value of firm: A study of companies listed on the Nigerian Stock Exchange/ A.N. Odum, C.G. Odum, R. I. Omeziri, C. F. Egbunike // *Indonesian Journal of Contemporary Management Research.* - 2019. - No 1(1). - pp.107-119.
127. Ohlson J. Earnings, Book Values, and Dividends in Security Valuation/ J. Ohlson // *Contemporary Accounting Research.* - 1995. - 11 (2). - pp. 661–687.
128. Papatya G. Value-based management applications in business: A model study for Turkey business/ G. Papatya // *Journal of Mehmet Akif Ersoy University Economics and Administrative Sciences.* - 2020. - No 7, pp. 1194-1210.

129. Penman S. Return to Fundamentals / S. Penman // Journal of Accounting, Auditing & Finance. - 1992. 7 (4). – pp. 465 — 484.
130. Rappaport A. Creating shareholder value: The new standard for business performance / A. Rappaport // New York, Free Press, 1986. - 270 p.
131. Sharpe W. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk // W. Sharpe // Journal of Finance 19. - 1964. - pp. 425–442.
132. Watts R. Towards a positive theory of the determination of accounting standards / R. Watts, J.L. Zimmerman // The Accounting Review. - 1978. - No 53. - pp. 34-62.
133. World Steel Association. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: URL: <https://worldsteel.org/steel-topics/steel-markets/>.
134. Zimmerman J.L., Conjectures regarding empirical managerial accounting research/ J.L. Zimmerman // J. Account. - 2001. - Econ. 32. - pp. 411–427.
135. Zulkifli Z. Determinan Internal Dividend Payout Ratio Perusahaan Farmasi terdaftar di Bursa Efek Indonesia / Z. Zulkifli, E. Endri, A. Kurniasih // Jurnal Keuangan dan Perbankan. - 2017. - No 21(2). - pp. 238-252.

Электронные ресурсы

136. Меры поддержки металлургической отрасли в 2023 году [Электронный ресурс] .- Режим доступа: URL: <https://gebelpartners.com/articles/mery-podderzhki-metallurgicheskoy-otrasli-v-2023-godu/?ysclid=lmq2mzqfdc264194291> .
137. Обзор рынка черной металлургии. Москва, первое полугодие 2019 г. [Электронный ресурс] .- Режим доступа: URL: <https://www.csr.ru/upload/iblock/d4b/d4b9f67f27e41cb9ec867ddfeb6fc6a9.pdf>
138. Официальный сайт Statista [Электронный ресурс].- Режим доступа: URL: <https://www.statista.com>
139. Официальный сайт Асвата Дамодарана [Электронный ресурс].-Режим доступа: URL: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
140. Официальный сайт группы Мечел. [Электронный ресурс] .- Режим доступа: URL: <https://mechel.ru/press/releases/mechel-reports-2023-operational-results/> .
141. Официальный сайт группы НЛМК. [Электронный ресурс].- Режим доступа: URL: <https://nlmk.com/ru/media-center/press-releases/gruppa-nlmk-lider-reytinga-top-50-kompaniy-zelenogo-energoperekhoda/> .
142. Официальный сайт ПАО «ММК». [Электронный ресурс] .- Режим доступа: URL: <https://ММК.ru/ru/investor/investment-attractiveness/>
143. Официальный сайт ПАО «Северсталь». [Электронный ресурс] .- Режим доступа: URL: <https://severstal.com/rus/media/archive/severstal-obyavlyayet-o-plane-investitsiy-na-2024-god/>

- 144.Официальный сайт Фонда Развития Промышленности [Электронный ресурс].- Режим доступа: URL: <https://frprf.ru/zaymu/>
- 145.Российский бизнес подтвердил важность низкоуглеродной повестки для сохранения конкурентоспособности на мировых рынках [Электронный ресурс].- Режим доступа: URL:
https://www.economy.gov.ru/material/news/rossiyskiy_biznes_podtverdil_vazhnost_nizkouglerodnoy_povestki_dlya_sohraneniya_konkurentosposobnosti_na_mirovyh_rynках.html.
- 146.РУСАЛ – глобальный лидер в климатическом рейтинге Carbon Disclosure Project (CDP) [Электронный ресурс].- Режим доступа: <https://rusal.ru/press-center/press-releases/rusal-globalnyu-lider-v-klimaticheskom-reytinge-carbon-disclosure-project-cdp/>.
147. Финансовый рынок: новые задачи в современных условиях. Новый взгляд на финансовую устойчивость предприятий: вызовы и решения для Российской Федерации [Электронный ресурс]. – 2022.- С. 16 - 17. Режим доступа: URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/139354/financial_market_20220804.pdf.

5	Shareholders' Equity (in thousands)												
7	Redeemable Preferred Stock, Total	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
8	Preferred Stock - Non Redeemable, Net	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
9	Common Stock, Total	43 076	40 940	40 940	40 940	48 447	48 447	87 477	109 935	92 323	86 890	5 226	4 644
0	Common Stock	43 076	40 940	40 940	40 940	48 447	48 447	87 477	109 935	92 323	86 890	5 226	4 644
1	Additional Paid-in Capital	73 692	55 606	55 606	55 606	76 502	76 502	144 015	182 447	154 199	144 144	172 806	154 302
2	Retained Earnings (Accumulated Deficit)	109 653	102 534	91 780	91 780	84 396	85 152	75 403	46 979	25 424	36 613	210 852	137 275
3	Treasury Stock - Common	(258)	(31)	(31)	(31)	(33)	(33)	0	(22 250)	(16 541)	(13 319)	(13 657)	(10 464)
4	ESOP Debt Guarantee	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
5	Unrealized Gain (Loss)	5 505	5 438	5 438	5 438	5 723	5 723	8 997	9 046	6 861	8 649	8 083	6 749
6	Other Equity, Total	(59 430)	(46 440)	(43 507)	(43 507)	(50 289)	(50 289)	(211 523)	(316 236)	(232 187)	(160 115)	(266 178)	(188 729)
7	Translation Adjustment	(59 430)	(46 440)	(43 507)	(43 507)	(55 420)	(55 420)	(211 523)	(316 236)	(232 187)	(160 115)	(266 178)	(188 729)
8	Other Equity	0	0	0	0	5 131	5 131	0	0	0	0	0	0
9	Total Equity	172 238	158 048	150 227	150 227	164 680	165 502	104 369	9 921	30 080	102 861	117 132	103 776
10													
11	Total Liabilities & Shareholders' Equity	545 431	543 132	543 987	541 757	582 285	581 791	675 087	665 226	563 865	598 485	653 111	609 717
12	Supplemental Information (in thousands)												
14	Shares Outstanding - Common Issue 2	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
15	Shares Outstanding - Common Issue 3	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
16	Shares Outstanding - Common Issue 4	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
17	Total Common Shares Outstanding	1 337	1 340	1 340	1 340	1 472	1 472	1 507	1 408	1 420	1 432	1 443	1 452
18	Shares Outs - Common Stock Primary Issue	1 337	1 340	1 340	1 340	1 472	1 472	1 507	1 408	1 420	1 432	1 443	1 452
19	Treas Shares - Common Stock Primary Issue	1	0	0	0	0	0	0	98	87	74	63	55
0	Treasury Shares - Common Issue 2	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
1	Treasury Shares - Common Issue 3	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
2	Treasury Shares - Common Issue 4	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
3	Total Preferred Shares Outstanding	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
4	Treasury Shares - Preferred Issue 1	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
5	Treasury Shares - Preferred Issue 2	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
6	Treasury Shares - Preferred Issue 3	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
7	Treasury Shares - Preferred Issue 4	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
8	Treasury Shares - Preferred Issue 5	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
9	Treasury Shares - Preferred Issue 6	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
10	Minority Interest - Redeemable	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
11	Minority Interest - Non Redeemable	7 598	6 111	6 111	6 111	14 044	14 176	12 654	9 702	11 395	13 953	17 908	15 604
12	Total Equity & Minority Interest	179 836	164 159	156 337	156 337	178 724	179 678	117 023	19 623	41 475	116 814	135 040	119 380
13	Full-Time Employees	112 000	110 000	110 000	--	113 667	--	98 535	89 228	77 951	76 020	68 379	71 223
14	Part-Time Employees	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
15	Number of Common Shareholders	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
16	Other Property/Plant/Equipment - Net	--	--	196 575	--	270 948	0	--	--	--	--	--	--
17	Intangibles - Net	--	--	17 904	--	19 339	--	--	--	--	--	--	--

EVRAZ plc | Income Statement

23-Nov-2021 00:49

Income Statement	2011	2012	2012	2012	2012	2013	2013	2014	2015	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Annual Standardised in Millions of Russian Roubles	31-Dec-2011	31-Dec-2012	31-Dec-2012	31-Dec-2012	31-Dec-2012	31-Dec-2013	31-Dec-2013	31-Dec-2014	31-Dec-2015	31-Dec-2015	31-Dec-2016	31-Dec-2017	31-Dec-2018	31-Dec-2019	31-Dec-2020
Learning Quality Score	88	77	46	74	86	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92
Period End Date	31-Dec-2011	31-Dec-2012	31-Dec-2012	31-Dec-2012	31-Dec-2012	31-Dec-2013	31-Dec-2013	31-Dec-2014	31-Dec-2015	31-Dec-2015	31-Dec-2016	31-Dec-2017	31-Dec-2018	31-Dec-2019	31-Dec-2020
Avg. FX Rate (USD/RUB)	29.395826	31.053928	31.053928	31.053928	31.858535	31.858535	38.582248	38.582248	61.158507	61.158507	66.941053	58.290248	62.794955	64.671892	72.190790
Revenue	482 092	457 300	457 300	457 300	459 113	459 113	503 923	503 923	536 177	536 177	516 316	631 109	806 036	769 919	704 149
Net Sales	482 092	457 300	457 300	457 300	459 113	459 113	503 923	503 923	536 177	536 177	516 316	631 109	806 036	769 919	704 149
Other Revenue, Total	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Total Revenue	482 092	457 300	457 300	457 300	459 113	459 113	503 923	503 923	536 177	536 177	516 316	631 109	806 036	769 919	704 149
Cost of Revenue, Total	366 860	366 343	366 530	366 530	365 354	366 405	375 560	375 560	403 340	402 606	369 582	436 303	503 050	535 031	484 545
Cost of Revenue	366 860	366 343	366 530	366 530	365 354	366 405	375 560	375 560	403 340	402 606	369 582	436 303	503 050	535 031	484 545
Gross Profit	115 232	90 957	90 771	90 771	93 760	92 708	128 363	128 363	132 836	133 570	146 735	194 806	302 986	234 888	219 604
Selling/General/Admin. Expenses, Total	62 260	65 896	65 244	65 244	67 222	68 177	68 754	68 754	79 323	80 056	74 639	75 078	99 593	103 669	102 727
Selling/General/Administrative Expense	62 260	65 896	65 244	65 244	67 222	68 177	68 754	68 754	79 323	80 056	74 639	75 078	99 593	103 669	102 727
Research & Development	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Depreciation/Amortization	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Interest Expense, Net - Operating	(7 907)	1 273	1 273	1 273	8 220	8 220	38 775	38 775	22 445	22 445	3 213	3 148	(22 669)	22 053	(29 454)
Interest/Investment Income - Operating	(7 907)	1 273	1 273	1 273	8 220	8 220	38 775	38 775	22 445	22 445	3 213	3 148	(22 669)	22 053	(29 454)
Investment Income - Operating	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Interest Expense(Income) - Net Operating	(7 907)	1 273	1 273	1 273	8 220	8 220	38 775	38 775	22 445	22 445	3 213	3 148	(22 669)	22 053	(29 454)
Interest Exp.(Inc.),Net-Operating, Total	5 115	14 564	14 564	14 564	15 706	19 434	22 725	22 725	40 365	40 365	32 734	(466)	2 575	32 013	22 596
Unusual Expense (Income)	3 057	12 825	12 825	12 825	14 209	17 936	20 834	20 834	26 971	26 971	31 128	(699)	1 884	28 585	22 379
Impairment-Assets Held for Use	588	--	0	0	0	0	39	39	673	673	134	0	--	3 622	0
Impairment-Assets Held for Sale	1 470	1 739	1 739	1 739	1 497	1 497	1 852	1 852	2 507	2 507	1 473	233	691	(194)	217
Loss(Gain) on Sale of Assets - Operating	--	--	--	--	--	--	--	--	10 213	10 213	0	0	--	--	--
Other Unusual Expense (Income)	1 352	1 677	1 677	1 677	2 007	2 007	2 045	2 045	3 058	3 058	5 288	1 282	1 947	2 070	3 104
Other Operating Expenses, Total	2 822	4 006	4 006	4 006	3 696	3 696	3 395	3 395	4 770	4 770	6 761	3 556	3 454	3 492	4 692
Other Operating Expense	(1 470)	(2 329)	(2 329)	(2 329)	(1 689)	(1 689)	(1 350)	(1 350)	(1 712)	(1 712)	(1 473)	(2 273)	(1 507)	(1 423)	(1 588)
Total Operating Expense	427 680	449 754	449 288	449 288	458 508	464 243	507 858	507 858	548 531	548 531	485 457	515 344	584 495	694 835	583 518
Operating Income	54 412	7 546	8 012	8 012	605	(5 129)	(3 935)	(3 935)	(12 354)	(12 354)	30 860	115 764	221 541	75 084	120 631
Interest Expense, Net Non-Operating	(19 431)	(18 570)	(18 353)	(18 353)	(19 975)	(19 689)	(19 445)	(19 445)	(26 298)	(26 298)	(29 387)	(23 025)	(20 220)	(19 337)	(21 441)
Interest Expense - Non-Operating	(19 431)	(18 570)	(18 570)	(18 570)	(19 975)	(19 689)	(19 445)	(19 445)	(26 298)	(26 298)	(29 387)	(23 025)	(20 220)	(19 337)	(21 441)
Interest/Invest Income - Non-Operating	(3 322)	5 838	6 118	6 118	1 975	1 975	(22 030)	(22 030)	(2 936)	(2 936)	(1 874)	(2 040)	2 386	2 458	(4 331)
Interest Income - Non-Operating	382	714	590	590	637	637	502	502	428	428	536	816	1 005	517	361
Investment Income - Non-Operating	(3 704)	5 124	5 528	5 528	1 338	1 338	(22 532)	(22 532)	(3 364)	(3 364)	(2 410)	(2 856)	1 381	1 940	(4 692)
Interest Income(Exp), Net Non-Operating	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Interest Inc.(Exp.),Net-Non-Op., Total	(22 752)	(12 732)	(12 453)	(12 235)	(18 000)	(17 713)	(41 476)	(41 476)	(29 234)	(29 234)	(31 261)	(25 065)	(17 834)	(16 879)	(25 772)
Gain (Loss) on Sale of Assets	235	3 540	559	714	(796)	4 173	5 247	5 247	1 284	1 284	0	(20 984)	(628)	1 875	72
Other, Net	(6 114)	(1 646)	(2 205)	(2 422)	(1 338)	(1 625)	(1 659)	(1 659)	(2 936)	(2 936)	(5 757)	(2 390)	(2 072)	(1 746)	(1 444)

3	Gain (Loss) on Sale of Assets	235	3 540	559	714	4 173	5 247	1 284	1 284	0	(20 984)	(628)	1 875	72
4	Other, Net	(6 114)	(1 646)	(2 205)	(2 422)	(1 338)	(1 659)	(2 936)	(2 936)	(5 757)	(2 390)	(2 072)	(1 746)	(1 444)
5	Other Non-Operating Income (Expense)	(6 114)	(1 646)	(2 205)	(2 422)	(1 338)	(1 659)	(2 936)	(2 936)	(5 757)	(2 390)	(2 072)	(1 746)	(1 444)
5	Net Income Before Taxes	25 780	(3 292)	(6 087)	(5 931)	(19 529)	(41 823)	(43 239)	(43 239)	(6 159)	67 325	201 007	58 334	93 487
7	Provision for Income Taxes	12 346	7 111	7 111	7 111	(1 306)	7 485	734	734	6 426	23 083	45 903	34 729	31 547
3	Net Income After Taxes	13 434	(10 403)	(13 198)	(13 043)	(18 223)	(49 308)	(43 973)	(43 973)	(1 807)	44 242	155 104	23 605	61 940
3	Minority Interest	235	838	838	838	1 593	3 974	4 587	4 587	(1 807)	(3 497)	(4 019)	(2 522)	(722)
2	Equity In Affiliates	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
1	U.S. GAAP Adjustment	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
2	Net Income Before Extra. Items	13 669	(9 565)	(12 359)	(12 204)	(16 630)	(45 334)	(39 386)	(39 386)	(14 392)	40 745	151 085	21 083	61 218
3														
1	Accounting Change	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
5	Discontinued Operations	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
5	Extraordinary Item	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
7	Tax on Extraordinary Items	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
3	Total Extraordinary Items	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
2	Net Income	13 669	(9 565)	(12 359)	(12 204)	(16 630)	(45 334)	(39 386)	(39 386)	(14 392)	40 745	151 085	21 083	61 218
1	Preferred Dividends	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
2	General Partners' Distributions	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
3	Miscellaneous Earnings Adjustment	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
4	Pro Forma Adjustment	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
5	Interest Adjustment - Primary EPS	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
2	Total Adjustments to Net Income	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
2	Income Available to Com Excl ExtraOrd	13 669	(9 565)	(12 359)	(12 204)	(16 630)	(45 334)	(39 386)	(39 386)	(14 392)	40 745	151 085	21 083	61 218
3	Income Available to Com Incl ExtraOrd	13 669	(9 565)	(12 359)	(12 204)	(16 630)	(45 334)	(39 386)	(39 386)	(14 392)	40 745	151 085	21 083	61 218
3	Basic Weighted Average Shares	1 294	1 339	1 339	1 339	1 499	1 506	1 437	1 437	1 415	1 428	1 439	1 449	1 455
1	Basic EPS Excluding Extraordinary Items	10,57	(7,14)	(9,23)	(9,11)	(11,09)	(30,11)	(27,41)	(27,41)	(10,17)	28,54	104,97	14,55	42,07
1	Basic EPS Including Extraordinary Items	10,57	(7,14)	(9,23)	(9,11)	(11,09)	(30,11)	(27,41)	(27,41)	(10,17)	28,54	104,97	14,55	42,07
2	Dilution Adjustment	0	0	0	0	0	0	--	--	--	--	0	--	--
3	Diluted Net Income	13 669	(9 565)	(12 359)	(12 204)	(16 630)	(45 334)	(39 386)	(39 386)	(14 392)	40 745	151 085	21 083	61 218
1	Diluted Weighted Average Shares	1 296	1 339	1 339	1 339	1 499	1 506	1 437	1 437	1 415	1 455	1 459	1 461	1 463
2	Diluted EPS Excluding ExtraOrd Items	10,54	(7,14)	(9,23)	(9,11)	(11,09)	(30,11)	(27,41)	(27,41)	(10,17)	28,01	103,57	14,43	41,84
5	Diluted EPS Including ExtraOrd Items	10,54	(7,14)	(9,23)	(9,11)	(11,09)	(30,11)	(27,41)	(27,41)	(10,17)	28,01	103,57	14,43	41,84
3	DPS - Common Stock Primary Issue	5,00	3,42	3,42	3,42	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	17,49	74,10	48,50	36,10
2	Dividends per Share - Com Stock Issue 2	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
3	Dividends per Share - Com Stock Issue 3	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
1	Dividends per Share - Com Stock Issue 4	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
2	Special DPS - Common Stock Primary Issue	--	--	--	--	1,91	--	--	--	--	--	--	--	--
3	Special DPS - Common Stock Issue 2	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
4	Special DPS - Common Stock Issue 3	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
5	Special DPS - Common Stock Issue 4	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
2	Gross Dividends - Common Stock	6 702	4 565	4 565	4 565	2 880	2 880	0	0	0	25 065	70 701	--	62 950

	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990	1989	1988	1987	1986	1985	1984	1983	1982	1981	1980	1979	1978	1977	1976	1975	1974	1973	1972	1971	1970	1969	1968	1967	1966	1965	1964	1963	1962	1961	1960	1959	1958	1957	1956	1955	1954	1953	1952	1951	1950	1949	1948	1947	1946	1945	1944	1943	1942	1941	1940	1939	1938	1937	1936	1935	1934	1933	1932	1931	1930	1929	1928	1927	1926	1925	1924	1923	1922	1921	1920	1919	1918	1917	1916	1915	1914	1913	1912	1911	1910	1909	1908	1907	1906	1905	1904	1903	1902	1901	1900	1899	1898	1897	1896	1895	1894	1893	1892	1891	1890	1889	1888	1887	1886	1885	1884	1883	1882	1881	1880	1879	1878	1877	1876	1875	1874	1873	1872	1871	1870	1869	1868	1867	1866	1865	1864	1863	1862	1861	1860	1859	1858	1857	1856	1855	1854	1853	1852	1851	1850	1849	1848	1847	1846	1845	1844	1843	1842	1841	1840	1839	1838	1837	1836	1835	1834	1833	1832	1831	1830	1829	1828	1827	1826	1825	1824	1823	1822	1821	1820	1819	1818	1817	1816	1815	1814	1813	1812	1811	1810	1809	1808	1807	1806	1805	1804	1803	1802	1801	1800	1799	1798	1797	1796	1795	1794	1793	1792	1791	1790	1789	1788	1787	1786	1785	1784	1783	1782	1781	1780	1779	1778	1777	1776	1775	1774	1773	1772	1771	1770	1769	1768	1767	1766	1765	1764	1763	1762	1761	1760	1759	1758	1757	1756	1755	1754	1753	1752	1751	1750	1749	1748	1747	1746	1745	1744	1743	1742	1741	1740	1739	1738	1737	1736	1735	1734	1733	1732	1731	1730	1729	1728	1727	1726	1725	1724	1723	1722	1721	1720	1719	1718	1717	1716	1715	1714	1713	1712	1711	1710	1709	1708	1707	1706	1705	1704	1703	1702	1701	1700	1699	1698	1697	1696	1695	1694	1693	1692	1691	1690	1689	1688	1687	1686	1685	1684	1683	1682	1681	1680	1679	1678	1677	1676	1675	1674	1673	1672	1671	1670	1669	1668	1667	1666	1665	1664	1663	1662	1661	1660	1659	1658	1657	1656	1655	1654	1653	1652	1651	1650	1649	1648	1647	1646	1645	1644	1643	1642	1641	1640	1639	1638	1637	1636	1635	1634	1633	1632	1631	1630	1629	1628	1627	1626	1625	1624	1623	1622	1621	1620	1619	1618	1617	1616	1615	1614	1613	1612	1611	1610	1609	1608	1607	1606	1605	1604	1603	1602	1601	1600	1599	1598	1597	1596	1595	1594	1593	1592	1591	1590	1589	1588	1587	1586	1585	1584	1583	1582	1581	1580	1579	1578	1577	1576	1575	1574	1573	1572	1571	1570	1569	1568	1567	1566	1565	1564	1563	1562	1561	1560	1559	1558	1557	1556	1555	1554	1553	1552	1551	1550	1549	1548	1547	1546	1545	1544	1543	1542	1541	1540	1539	1538	1537	1536	1535	1534	1533	1532	1531	1530	1529	1528	1527	1526	1525	1524	1523	1522	1521	1520	1519	1518	1517	1516	1515	1514	1513	1512	1511	1510	1509	1508	1507	1506	1505	1504	1503	1502	1501	1500	1499	1498	1497	1496	1495	1494	1493	1492	1491	1490	1489	1488	1487	1486	1485	1484	1483	1482	1481	1480	1479	1478	1477	1476	1475	1474	1473	1472	1471	1470	1469	1468	1467	1466	1465	1464	1463	1462	1461	1460	1459	1458	1457	1456	1455	1454	1453	1452	1451	1450	1449	1448	1447	1446	1445	1444	1443	1442	1441	1440	1439	1438	1437	1436	1435	1434	1433	1432	1431	1430	1429	1428	1427	1426	1425	1424	1423	1422	1421	1420	1419	1418	1417	1416	1415	1414	1413	1412	1411	1410	1409	1408	1407	1406	1405	1404	1403	1402	1401	1400	1399	1398	1397	1396	1395	1394	1393	1392	1391	1390	1389	1388	1387	1386	1385	1384	1383	1382	1381	1380	1379	1378	1377	1376	1375	1374	1373	1372	1371	1370	1369	1368	1367	1366	1365	1364	1363	1362	1361	1360	1359	1358	1357	1356	1355	1354	1353	1352	1351	1350	1349	1348	1347	1346	1345	1344	1343	1342	1341	1340	1339	1338	1337	1336	1335	1334	1333	1332	1331	1330	1329	1328	1327	1326	1325	1324	1323	1322	1321	1320	1319	1318	1317	1316	1315	1314	1313	1312	1311	1310	1309	1308	1307	1306	1305	1304	1303	1302	1301	1300	1299	1298	1297	1296	1295	1294	1293	1292	1291	1290	1289	1288	1287	1286	1285	1284	1283	1282	1281	1280	1279	1278	1277	1276	1275	1274	1273	1272	1271	1270	1269	1268	1267	1266	1265	1264	1263	1262	1261	1260	1259	1258	1257	1256	1255	1254	1253	1252	1251	1250	1249	1248	1247	1246	1245	1244	1243	1242	1241	1240	1239	1238	1237	1236	1235	1234	1233	1232	1231	1230	1229	1228	1227	1226	1225	1224	1223	1222	1221	1220	1219	1218	1217	1216	1215	1214	1213	1212	1211	1210	1209	1208	1207	1206	1205	1204	1203	1202	1201	1200	1199	1198	1197	1196	1195	1194	1193	1192	1191	1190	1189	1188	1187	1186	1185	1184	1183	1182	1181	1180	1179	1178	1177	1176	1175	1174	1173	1172	1171	1170	1169	1168	1167	1166	1165	1164	1163	1162	1161	1160	1159	1158	1157	1156	1155	1154	1153	1152	1151	1150	1149	1148	1147	1146	1145	1144	1143	1142	1141	1140	1139	1138	1137	1136	1135	1134	1133	1132	1131	1130	1129	1128	1127	1126	1125	1124	1123	1122	1121	1120	1119	1118	1117	1116	1115	1114	1113	1112	1111	1110	1109	1108	1107	1106	1105	1104	1103	1102	1101	1100	1099	1098	1097	1096	1095	1094	1093	1092	1091	1090	1089	1088	1087	1086	1085	1084	1083	1082	1081	1080	1079	1078	1077	1076	1075	1074	1073	1072	1071	1070	1069	1068	1067	1066	1065	1064	1063	1062	1061	1060	1059	1058	1057	1056	1055	1054	1053	1052	1051	1050	1049	1048	1047	1046	1045	1044	1043	1042	1041	1040	1039	1038	1037	1036	1035	1034	1033	1032	1031	1030	1029	1028	1027	1026	1025	1024	1023	1022	1021	1020	1019	1018	1017	1016	1015	1014	1013	1012	1011	1010	1009	1008	1007	1006	1005	1004	1003	1002	1001	1000	999	998	997	996	995	994	993	992	991	990	989	988	987	986	985	984	983	982	981	980	979	978	977	976	975	974	973	972	971	970	969	968	967	966	965	964	963	962	961	960	959	958	957	956	955	954	953	952	951	950	949	948	947	946	945	944	943	942	941	940	939	938	937	936	935	934	933	932	931	930	929	928	927	926	925	924	923	922	921	920	919	918	917	916	915	914	913	912	911	910	909	908	907	906	905	904	903	902	901	900	899	898	897	896	895	894	893	892	891	890	889	888	887	886	885	884	883	882	881	880	879	878	877	876	875	874	873	872	871	870	869	868	867	866	865	864	863	862	861	860	859	858	857	856	855	854	853	852	851	850	849	848	847	846	845	844	843	842	841	840	839	838	837	836	835	834	833	832	831	830	829	828	827	826	825	824	823	822	821	820	819	818	817	816	815	814	813	812	811	810	809	808	807	806	805	804	803	802	801	800	799	798	797	796	795	794	793	792	791	790	789	788	787	786	785	784	783	782	781	780	779	778	777	776	775	774	773	772	77
--	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	----

	2021		2022		2022		2023		2023		2024		2024		2025		2025		2026		2026		2027		2027		2028		2028		2029		2029		2030		2030											
	31-Dec-2021	31-Dec-2011	31-Dec-2012	31-Dec-2012	31-Dec-2012	31-Dec-2012	31-Dec-2013	31-Dec-2013	31-Dec-2013	31-Dec-2013	31-Dec-2014	31-Dec-2014	31-Dec-2014	31-Dec-2014	31-Dec-2015	31-Dec-2015	31-Dec-2016	31-Dec-2016	31-Dec-2016	31-Dec-2017	31-Dec-2017	31-Dec-2018	31-Dec-2018	31-Dec-2019	31-Dec-2019	31-Dec-2020																						
Revenue	31,053,928	29,395,826	31,053,928	31,053,928	31,053,928	31,858,535	31,858,535	31,858,535	31,858,535	38,582,248	38,582,248	38,582,248	66,940,563	66,940,563	61,158,507	61,158,507	66,940,563	66,940,563	58,290,248	58,290,248	62,794,955	62,794,955	64,671,892	64,671,892	72,190,790	72,190,790	72,190,790	72,190,790	72,190,790	72,190,790	72,190,790	72,190,790	72,190,790	72,190,790	72,190,790	72,190,790	72,190,790	72,190,790	72,190,790	72,190,790								
Net Sales	464,819	464,819	437,975	437,975	437,975	424,088	424,088	424,088	424,088	300,539	300,539	320,095	320,095	320,095	391,170	391,170	396,023	396,023	457,462	457,462	538,781	538,781	527,529	527,529	495,951	495,951	495,951	495,951	495,951	495,951	495,951	495,951	495,951	495,951	495,951	495,951	495,951	495,951	495,951	495,951	495,951	495,951						
Other Revenue, Total	464,819	464,819	437,975	437,975	437,975	424,088	424,088	424,088	424,088	300,539	300,539	320,095	320,095	320,095	391,170	391,170	396,023	396,023	457,462	457,462	538,781	538,781	527,529	527,529	495,951	495,951	495,951	495,951	495,951	495,951	495,951	495,951	495,951	495,951	495,951	495,951	495,951	495,951	495,951	495,951	495,951	495,951	495,951					
Cost of Revenue, Total	320,509	320,509	334,926	334,926	334,926	217,700	329,399	210,714	210,604	210,714	210,604	210,213	209,911	233,014	233,014	239,180	239,180	276,004	276,004	308,826	308,826	317,410	317,410	317,410	317,410	285,298	285,298	285,298	285,298	285,298	285,298	285,298	285,298	285,298	285,298	285,298	285,298	285,298	285,298	285,298	285,298	285,298						
Cost of Revenue	320,509	320,509	334,926	334,926	334,926	217,700	329,399	210,714	210,604	210,714	210,604	210,213	209,911	233,014	233,014	239,180	239,180	276,004	276,004	308,826	308,826	317,410	317,410	317,410	317,410	285,298	285,298	285,298	285,298	285,298	285,298	285,298	285,298	285,298	285,298	285,298	285,298	285,298	285,298	285,298	285,298	285,298	285,298	285,298				
Gross Profit	144,309	144,309	103,050	103,050	99,834	94,689	89,825	89,935	89,935	109,881	110,183	158,156	158,156	158,156	159,528	158,156	158,843	158,843	181,458	181,458	229,955	229,955	210,119	210,119	210,653	210,653	210,653	210,653	210,653	210,653	210,653	210,653	210,653	210,653	210,653	210,653	210,653	210,653	210,653	210,653	210,653	210,653	210,653	210,653	210,653			
Selling/General/Admin. Expenses, Total	57,780	57,780	60,160	59,996	56,944	52,681	52,681	52,681	52,681	48,348	48,348	48,348	54,744	47,564	53,575	53,575	53,218	53,218	55,667	55,667	59,844	59,844	61,115	61,115	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913				
Selling/General/Administrative Expense	57,780	57,780	60,160	59,996	56,944	52,681	52,681	52,681	52,681	48,348	48,348	48,348	54,744	47,564	53,575	53,575	53,218	53,218	55,667	55,667	59,844	59,844	61,115	61,115	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913	72,913		
Labor & Related Expense	--	--	--	--	--	1,076	1,076	1,076	1,076	784	784	784	784	784	773	795	937	937	758	758	879	879	905	905	722	722	722	722	722	722	722	722	722	722	722	722	722	722	722	722	722	722	722	722	722			
Research & Development	52	52	106	106	106	146	146	146	146	146	146	146	146	146	96	61	67	67	58	58	0	0	0	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--		
Depreciation/Amortization	52	52	106	106	106	146	146	146	146	146	146	146	146	146	96	61	67	67	58	58	0	0	0	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--		
Interest Expense, Net - Operating	(215)	(215)	(62)	(62)	(214)	470	470	470	470	931	931	931	931	931	34	61	(937)	(937)	(583)	(583)	(879)	(879)	(1,293)	(1,293)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)		
Interest/Investment Income - Operating	(215)	(215)	(62)	(62)	(214)	470	470	470	470	931	931	931	931	931	34	61	(937)	(937)	(583)	(583)	(879)	(879)	(1,293)	(1,293)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	
Investment Income - Operating	(215)	(215)	(62)	(62)	(214)	470	470	470	470	931	931	931	931	931	34	61	(937)	(937)	(583)	(583)	(879)	(879)	(1,293)	(1,293)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)
Interest Expense/(Income) - Net Operating	(215)	(215)	(62)	(62)	(214)	470	470	470	470	931	931	931	931	931	34	61	(937)	(937)	(583)	(583)	(879)	(879)	(1,293)	(1,293)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)	(1,227)
Interest Exp.(Inc.)/Net-Operating, Total	13	2,180	2,180	2,111	2,111	10,353	7,341	7,341	7,341	12,736	12,736	12,736	12,736	12,736	12,167	12,171	9,037	9,037	5,188	5,188	(2,826)	(2,826)	1,811	1,811	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465			
Unusual Expense (Income)	13	2,180	2,180	2,111	2,111	10,353	7,341	7,341	7,341	12,736	12,736	12,736	12,736	12,736	12,167	12,171	9,037	9,037	5,188	5,188	(2,826)	(2,826)	1,811	1,811	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465		
Litigation	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	
Impairment-Assets Held for Use	16	1,681	1,681	1,681	1,681	11,332	7,701	7,701	7,701	11,250	11,250	11,250	11,250	11,172	11,192	9,037	9,037	175	175	(4,270)	(4,270)	(323)	(323)	794	794	794	794	794	794	794	794	794	794	794	794	794	794	794	794	794	794	794	794	794	794			
Impairment-Assets Held for Sale	16	1,681	1,681	1,681	1,681	11,332	7,701	7,701	7,701	11,250	11,250	11,250	11,250	11,172	11,192	9,037	9,037	175	175	(4,270)	(4,270)	(323)	(323)	794	794	794	794	794	794	794	794	794	794	794	794	794	794	794	794	794	794	794	794	794	794	794		
Loss(Gain) on Sale of Assets - Operating	616	806	806	738	(307)	(381)	(397)	(397)	(397)	431	431	431	431	431	796	796	3,481	3,481	175	175	1,444	1,444	776	776	1,516	1,516	1,516	1,516	1,516	1,516	1,516	1,516	1,516	1,516	1,516	1,516	1,516	1,516	1,516	1,516	1,516	1,516	1,516	1,516	1,516	1,516		
Other Unusual Expense (Income)	(618)	(307)	(307)	(307)	(307)	38	38	38	38	1,055	1,055	1,055	1,055	1,055	199	183	(3,481)	(3,481)	4,197	4,197	0	0	1,358	1,358	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
Other Operating Expenses, Total	2,475	1,763	1,763	1,761	1,599	7,455	955	955	955	14,222	14,222	14,222	14,222	14,222	16,421	16,511	12,055	12,055	11,833	11,833	18,221	18,221	15,522	15,522	5,788	5,788	5,788	5,788	5,788	5,788	5,788	5,788	5,788	5,788	5,788	5,788	5,788	5,788	5,788	5,788	5,788	5,788	5,788	5,788	5,788			
Other Operating Expense	2,475	1,763	1,763	1,7																																												

Приложение 3. Выгрузки данных для исследования: НЛМК

Balance Sheet	Annual Standardised in Millions of Russian Roubles, Consolidated												
	2011	2012	2013	2013	2014	2014	2015	2016	2017	2017	2018	2019	2020
Period End Date	31-Dec-2011	31-Dec-2012	31-Dec-2013	31-Dec-2013	31-Dec-2014	31-Dec-2014	31-Dec-2015	31-Dec-2016	31-Dec-2017	31-Dec-2017	31-Dec-2018	31-Dec-2019	31-Dec-2020
Period End FX Rate (USD/RUB)	32.194000	30.552500	32.890000	32.890000	58.047000	58.047000	72.949500	61.263000	57.657500	57.657500	69.680000	61.919100	73.790000
Cash and Short Term Investments	32 981	32 329	44 316	44 316	63 974	63 974	110 898	92 709	78 587	78 587	82 501	53 993	73 200
Cash	5 371	10 408	13 995	13 995	13 548	13 548	11 840	9 471	8 533	8 533	36 652	24 025	32 541
Short Term Investments	7 317	3 266	12 413	12 413	32 094	32 094	85 876	55 357	61 232	61 232	45 845	9 845	11 069
Accounts Receivable - Trade, Net	23 459	20 327	24 650	28 364	40 618	44 894	43 573	40 948	56 101	56 101	75 115	49 535	60 508
Accounts Receivable - Trade, Gross	30 399	25 292	29 457	29 657	46 119	46 554	44 762	42 425	57 427	57 427	76 578	50 650	61 541
Provision for Doubtful Accounts	(4 116)	(4 965)	(4 807)	(1 293)	(5 501)	(1 660)	(1 189)	(1 476)	(1 326)	(1 326)	(1 463)	(1 115)	(1 033)
Total Receivables, Net	45 652	42 322	48 626	49 473	63 567	65 640	68 317	59 394	80 432	79 683	88 285	68 606	82 571
Notes Receivable - Short Term	--	--	3 538	3 539	3 968	3 970	4 771	4 049	12 800	12 800	976	7 926	3 025
Receivables - Other	22 193	21 996	20 439	17 570	18 981	16 776	19 974	14 397	11 532	10 782	12 194	11 145	19 038
Total Inventory	91 059	86 370	69 850	69 852	90 559	90 716	87 926	94 915	108 338	108 338	126 539	101 176	101 314
Inventories - Finished Goods	32 897	26 057	22 503	22 503	24 371	24 351	24 854	27 152	29 636	29 636	34 910	23 777	25 827
Inventories - Work in Progress	22 068	26 780	17 320	17 320	33 085	33 069	29 202	28 187	34 767	34 767	35 119	23 715	21 989
Inventories - Raw Materials	39 146	36 710	32 255	32 255	36 013	36 169	38 080	43 203	47 856	47 856	59 855	57 399	56 892
Inventories - Other	(3 052)	(3 177)	(2 228)	(2 227)	(2 873)	(2 873)	(4 209)	(3 627)	(3 921)	(3 921)	(3 345)	(3 715)	(3 394)
Prepaid Expenses	4 978	3 230	2 197	2 052	4 509	3 489	3 633	3 186	3 171	3 171	5 087	4 149	5 165
Other Current Assets, Total	2 519	2 852	2 810	250	4 668	308	642	1 139	1 095	1 095	697	867	1 181
Restricted Cash - Current	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Deferred Income Tax - Current Asset	608	1 924	2 561	--	4 363	--	--	--	--	--	--	--	--
Discontinued Operations - Current Asset	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Other Current Assets	1 911	929	249	250	305	308	642	1 139	1 095	1 095	697	867	1 181
Total Current Assets	177 188	167 104	167 800	165 943	227 277	224 125	271 416	251 344	271 624	271 624	303 108	228 791	263 430
Property/Plant/Equipment, Total - Gross	524 656	565 161	552 037	574 082	593 564	612 065	633 377	683 162	702 268	702 268	756 516	817 889	903 559
Buildings - Gross	56 301	59 190	83 280	164 943	89 871	171 958	171 563	238 913	252 828	252 828	259 906	268 977	294 717
Land/Improvements - Gross	47 714	50 572	75 485	7 098	82 308	7 598	7 368	7 401	7 380	7 380	7 665	8 854	9 445
Machinery/Equipment - Gross	246 645	329 449	301 159	336 086	346 820	375 378	379 794	379 794	392 763	392 763	415 781	448 913	504 576
Construction in Progress - Gross	149 076	99 853	68 737	62 560	50 619	52 567	69 324	52 656	49 297	49 297	73 164	91 145	94 820
Leases - Gross	4 053	4 440	2 531	--	1 493	--	--	--	--	--	--	--	--
Other Property/Plant/Equipment - Gross	20 867	21 657	20 844	3 394	22 453	4 562	5 646	4 399	--	--	--	--	--
Property/Plant/Equipment, Total - Net	340 285	359 088	328 999	325 351	340 543	325 853	324 793	326 415	319 941	319 941	334 325	373 929	417 578
Accumulated Depreciation, Total	(184 371)	(206 072)	(223 038)	(248 731)	(253 021)	(286 212)	(308 584)	(356 747)	(382 327)	(382 327)	(422 191)	(443 960)	(485 981)
Goodwill, Net	24 473	24 019	15 242	15 241	16 566	16 567	15 655	15 506	15 279	15 279	15 608	15 356	15 643
Goodwill - Gross	--	--	--	15 241	16 567	16 567	15 655	16 388	16 086	16 086	16 584	16 223	16 677
Accumulated Goodwill Amortization	--	--	--	0	--	0	(882)	(807)	(807)	(807)	(976)	(867)	(1 033)
Intangibles, Net	5 106	4 336	3 814	12 317	2 969	11 255	8 192	7 719	7 784	7 784	11 497	10 031	11 733
Intangibles - Gross	8 340	8 095	8 222	25 723	10 836	28 809	18 070	20 946	21 333	21 333	25 224	24 582	26 786
Accumulated Intangible Amortization	(3 234)	(3 759)	(4 408)	(13 406)	(7 867)	(17 553)	(9 877)	(13 227)	(13 550)	(13 550)	(13 727)	(14 551)	(15 053)
Long Term Investments	271	589	16 480	13 932	14 364	6 170	8 593	11 107	11 935	11 935	11 820	11 079	13 808
LT investment - Affiliate Companies	251	249	13 786	13 784	6 162	6 165	8 586	11 089	11 820	11 820	11 079	13 808	9 666
LT investments - Other	20	341	2 695	148	8 201	6	7	18	115	115	0	--	--
Note Receivable - Long Term	--	--	--	2 565	--	8 196	16 027	10 041	0	--	5 923	310	517
Other Long Term Assets, Total	8 254	8 787	3 249	5 789	2 305	8 585	5 989	5 134	7 438	5 881	11 358	6 935	9 150
Deferred Income Tax - Long Term Asset	7 634	7 625	1 927	4 486	968	7 250	4 975	3 768	4 843	4 843	10 591	6 254	8 781
Other Long Term Assets	621	1 163	1 322	1 302	1 336	1 335	1 014	1 366	2 595	1 038	766	681	369

Intangibles, Net	5,106	4,336	3,814	12,317	2,969	11,255	8,192	7,719	7,784	9,456	11,497	10,031	11,733
Intangibles - Gross	8,340	8,095	8,222	25,723	10,836	28,809	18,070	20,946	21,333	23,813	25,224	24,582	26,786
Accumulated Intangible Amortization	(3,234)	(3,759)	(4,408)	(13,406)	(7,867)	(17,553)	(9,877)	(13,227)	(13,550)	(14,357)	(13,727)	(14,551)	(15,053)
Long Term Investments	271	589	16,480	13,932	14,364	6,170	8,593	11,107	11,935	11,820	11,079	13,808	9,666
LT Investment - Affiliate Companies	251	249	13,786	13,784	6,162	6,165	8,586	11,089	11,820	11,820	11,079	13,808	9,666
LT Investments - Other	20	341	2,695	148	8,201	6	7	18	115	--	0	--	--
Note Receivable - Long Term	--	--	2,565	--	--	8,196	16,027	10,041	0	--	5,923	310	517
Other Long Term Assets, Total	8,254	8,787	3,249	5,789	2,305	8,885	5,989	5,134	7,438	5,881	11,358	6,935	9,150
Deferred Income Tax - Long Term Asset	7,634	7,625	1,927	4,486	968	7,250	4,975	3,688	4,843	4,843	10,591	6,254	8,781
Other Long Term Assets	621	1,163	1,322	1,302	1,336	1,335	1,014	1,366	2,595	1,038	766	681	369
Total Assets	555,578	563,923	535,583	541,139	604,023	600,752	650,666	627,266	634,002	634,002	692,898	649,160	727,717
LIABILITIES AND EQUITY													
Accounts Payable	26,358	23,160	19,952	20,454	25,000	25,593	24,971	31,955	34,595	30,213	40,693	34,551	31,656
Payable/Accrued	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Accrued Expenses	6,416	6,948	6,714	11,120	7,470	11,946	10,505	13,515	14,184	14,011	14,912	12,631	22,580
Notes Payable/Short Term Debt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Current Port. of LT Debt/Capital Leases	42,529	56,151	37,385	37,386	46,685	46,687	40,837	28,647	21,910	21,910	27,733	28,978	77,775
Other Current Liabilities, Total	19,345	14,628	12,140	7,348	14,886	10,257	19,536	31,795	44,569	49,124	61,109	44,086	36,378
Dividends Payable	66	46	46	46	40	41	11,759	22,085	30,962	30,962	36,582	19,690	8,043
Customer Advances	4,295	3,417	3,464	3,664	5,680	6,118	4,589	7,964	8,822	8,995	12,333	9,226	10,626
Income Taxes Payable	4,970	5,825	5,116	710	7,245	2,757	2,021	760	3,056	3,056	1,951	1,981	3,763
Other Payables	10,014	5,341	3,514	2,927	1,921	1,341	1,167	986	1,730	6,112	10,243	13,189	13,725
Other Current Liabilities	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	221
Total Current Liabilities	94,648	100,887	76,191	76,308	94,041	94,483	95,848	105,911	115,257	115,257	144,447	120,247	168,389
Total Long Term Debt	99,799	87,081	100,440	100,439	114,016	114,016	154,383	110,341	109,607	109,607	116,853	135,479	179,457
Long Term Debt	98,949	86,022	99,921	100,439	113,865	114,016	154,383	110,341	109,607	109,607	116,853	135,479	179,457
Capital Lease Obligations	850	1,058	519	--	151	--	--	--	--	--	--	--	--
Total Debt	142,328	143,231	137,826	137,826	160,701	160,703	195,220	138,987	131,517	131,517	144,586	164,457	257,232
Deferred Income Tax	22,976	24,205	19,709	21,082	23,516	23,648	24,752	23,629	24,043	24,043	24,109	25,077	26,491
Deferred Income Tax - LT Liability	22,976	24,205	19,709	21,082	23,516	23,648	24,752	23,629	24,043	24,043	24,109	25,077	26,491
Minority Interest	(1,348)	(1,004)	923	924	852	853	846	1,097	980	980	1,045	1,053	812
Other Liabilities, Total	12,829	12,915	1,304	1,302	5,424	5,422	890	766	1,903	1,903	976	124	3,542
Pension Benefits - Underfunded	3,710	2,829	0	--	0	--	--	--	--	--	--	--	--
Other Long Term Liabilities	9,119	10,086	1,304	1,302	5,424	5,422	890	766	1,903	1,903	976	124	3,542
Total Liabilities	228,904	224,083	198,568	200,057	237,849	238,422	276,719	241,744	251,790	251,790	287,430	281,980	378,690
Shareholders' Equity (Total Minority)													
Redeemable Preferred Stock, Total	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Preferred Stock - Non Redeemable, Net	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Preferred Stock - Non Redeemable	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Common Stock, Total	7,120	6,757	7,274	7,275	12,838	12,840	16,136	13,551	12,742	12,742	15,399	13,684	16,308
Common Stock	7,120	6,757	7,274	7,275	12,838	12,840	16,136	13,551	12,742	12,742	15,399	13,684	16,308
Additional Paid-in Capital	9,864	9,361	8,450	0	14,914	0	722	607	577	577	697	557	590
Retained Earnings (Accumulated Deficit)	357,640	354,184	383,687	361,431	711,751	668,278	866,888	737,564	693,562	693,562	861,942	733,122	858,989
Treasury Stock - Common	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
ESOP Debt Guarantee	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Unrealized Gain (Loss)	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Other Equity, Total	(47,951)	(30,462)	(62,396)	(27,624)	(373,329)	(318,788)	(509,800)	(366,200)	(324,669)	(324,669)	(472,570)	(380,183)	(526,861)
Translation Adjustment	(47,951)	(30,462)	(62,396)	(27,624)	(373,329)	(318,788)	(509,800)	(366,200)	(324,669)	(324,669)	(472,570)	(380,183)	(526,861)
Total Equity	326,673	339,840	337,016	341,082	366,174	362,329	373,946	385,522	382,212	382,212	405,468	367,180	349,027
Total Liabilities & Shareholders' Equity	555,578	563,923	535,583	541,139	604,023	600,752	650,666	627,266	634,002	634,002	692,898	649,160	727,717

Novolipetsk Steel PAO | Income Statement

23-Nov-2021 00:56

Income Statement	2011		2012		2013		2013		2014		2014		2015		2016		2017		2018		2019		2020	
	29	34	34	34	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
Annual Standardised in Millions of Russian Roubles, Consolidated	Period End Date	31-Dec-2011	31-Dec-2012	31-Dec-2013	31-Dec-2013	31-Dec-2013	31-Dec-2013	31-Dec-2013	31-Dec-2014	31-Dec-2014	31-Dec-2014	31-Dec-2014	31-Dec-2015	31-Dec-2015	31-Dec-2016	31-Dec-2016	31-Dec-2017	31-Dec-2017	31-Dec-2018	31-Dec-2018	31-Dec-2019	31-Dec-2019	31-Dec-2020	31-Dec-2020
Earnings Quality Score	Avg. FX Rate (USD/RUB)	29.395826	31.053928	31.858535	31.858535	31.858535	31.858535	31.858535	38.582248	38.582248	38.582248	61.158507	61.158507	66.941053	66.941053	58.290248	58.290248	62.794955	62.794955	64.671892	64.671892	72.190790	72.190790	
Revenue		344 771	377 510	347 559	344 658	344 658	344 658	401 091	401 089	401 089	401 089	489 776	489 776	511 189	511 189	586 691	586 691	756 428	756 428	682 547	682 547	667 404	667 404	
Net Sales		344 771	377 510	347 559	344 658	344 658	344 658	401 091	401 089	401 089	401 089	489 776	489 776	511 189	511 189	586 691	586 691	756 428	756 428	682 547	682 547	667 404	667 404	
Other Revenue, Total		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	
Total Revenue		344 771	377 510	347 559	344 658	344 658	344 658	401 091	401 089	401 089	401 089	489 776	489 776	511 189	511 189	586 691	586 691	756 428	756 428	682 547	682 547	667 404	667 404	
Cost of Revenue, Total		246 012	287 626	280 038	276 083	276 083	276 083	287 756	285 084	285 084	285 084	336 109	336 109	339 632	339 632	396 257	396 257	482 265	482 265	472 299	472 299	427 369	427 369	
Cost of Revenue		246 012	287 626	280 038	276 083	276 083	276 083	287 756	285 084	285 084	285 084	336 109	336 109	339 632	339 632	396 257	396 257	482 265	482 265	472 299	472 299	427 369	427 369	
Gross Profit		98 758	89 884	67 521	68 575	68 575	68 575	113 335	116 005	116 005	116 005	153 667	153 667	171 557	171 557	190 434	190 434	274 163	274 163	210 248	210 248	240 034	240 034	
Selling/General/Admin. Expenses, Total		49 794	54 707	47 010	48 970	48 970	48 970	51 691	54 976	54 976	54 976	69 623	69 623	73 013	73 013	72 222	72 222	85 213	85 213	81 939	81 939	90 672	90 672	
Selling/General/Administrative Expense		49 794	54 707	47 010	48 970	48 970	48 970	51 691	54 976	54 976	54 976	69 623	69 623	73 013	73 013	72 222	72 222	85 213	85 213	81 939	81 939	90 672	90 672	
Labor & Related Expense		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	14 874	14 874	14 514	14 514	16 264	16 264	14 228	14 228	15 377	15 377	
Research & Development		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	
Depreciation/Amortization		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	
Interest Expense, Net - Operating		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	2 815	
Interest Expense - Operating		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	2 815	
Interest/Investment Income - Operating		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	
Interest Expense(Income) - Net Operating		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	
Interest Exp.(Inc.),Net-Operating, Total		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	2 815	
Unusual Expense (Income)		0	0	2 068	4 389	25 356	25 356	0	0	0	0	0	0	924	924	991	991	314	314	2 005	2 005	938	938	
Restructuring Charge		--	--	(239)	669	669	669	4 389	25 356	25 356	25 356	5 229	5 229	924	924	991	991	251	251	1 940	1 940	361	361	
Impairment-Assets Held for Use		0	0	--	--	--	--	4 389	25 356	25 356	25 356	5 229	5 229	924	924	991	991	63	63	65	65	578	578	
Impairment-Assets Held for Sale		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	
Loss(Gain) on Sale of Assets - Operating		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	
Other Unusual Expense (Income)		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	
Other Operating Expenses, Total		--	--	--	1 638	1 638	1 638	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	
Other, Net		--	--	--	210	210	210	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	
Total Operating Expense		295 807	342 333	327 048	327 331	327 331	327 331	343 836	365 181	365 181	365 181	410 098	410 098	412 471	412 471	469 295	469 295	567 541	567 541	555 014	555 014	521 073	521 073	
Operating Income		48 964	35 177	20 511	17 328	17 328	17 328	57 256	35 908	35 908	35 908	79 677	79 677	98 718	98 718	117 397	117 397	188 887	188 887	127 533	127 533	146 331	146 331	
Interest Expense, Net Non-Operating		--	--	--	(3 173)	(3 173)	(3 173)	--	(4 526)	(4 526)	(4 526)	(5 302)	(5 302)	(4 753)	(4 753)	(3 789)	(3 789)	(3 517)	(3 517)	(3 104)	(3 104)	(4 909)	(4 909)	
Interest Expense - Non-Operating		--	--	--	(7 057)	(7 057)	(7 057)	--	(6 902)	(6 902)	(6 902)	(7 272)	(7 272)	(6 928)	(6 928)	(5 130)	(5 130)	(4 835)	(4 835)	(5 238)	(5 238)	(7 219)	(7 219)	
Interest Capitalized - Non-Operating		--	--	--	3 884	3 884	3 884	--	2 377	2 377	2 377	1 969	1 969	2 176	2 176	1 341	1 341	1 319	1 319	2 134	2 134	2 310	2 310	
Interest/Invest Income - Non-Operating		1 767	(1 224)	(468)	2 221	(468)	(468)	14 077	13 967	13 967	14 077	8 030	8 030	(11 065)	(11 065)	(3 206)	(3 206)	(12 559)	(12 559)	(5 238)	(5 238)	(21 152)	(21 152)	
Interest Income - Non-Operating		1 767	(1 224)	(468)	1 153	(468)	1 153	--	1 138	1 138	1 138	2 722	2 722	1 961	1 961	1 341	1 341	754	754	841	841	505	505	
Investment Income - Non-Operating		1 767	(1 224)	(468)	1 067	(468)	1 067	14 077	12 829	12 829	14 077	5 309	5 309	(13 027)	(13 027)	(4 547)	(4 547)	(13 313)	(13 313)	(6 079)	(6 079)	(21 657)	(21 657)	
Interest Income(Exp.),Net Non-Operating		1 767	(1 224)	(468)	(953)	(953)	(953)	14 077	9 441	9 441	14 077	2 728	2 728	(15 818)	(15 818)	(6 995)	(6 995)	(16 076)	(16 076)	(8 343)	(8 343)	(26 061)	(26 061)	
Interest Inc.(Exp.),Net-Non-Op., Total		(861)	(1 182)	(714)	(733)	(733)	(733)	(114)	(459)	(459)	(114)	(465)	(465)	(214)	(214)	(58)	(58)	(440)	(440)	(259)	(259)	(578)	(578)	
Gain (Loss) on Sale of Assets		(421)	(4 361)	(3 976)	(2 287)	(2 287)	(2 287)	(1 061)	(1 061)	(1 061)	(1 061)	(1 144)	(1 144)	(4 217)	(4 217)	(4 080)	(4 080)	(1 005)	(1 005)	(7 910)	(7 910)	(5 631)	(5 631)	
Other, Net		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	

Novolipetsk Steel PAO | Income

Novolipetsk Steel PAO Ratios - Profit/Value/Risk		23-Nov-2021 00:58									
Ratios - Profit/Value/Risk											
Annual in Millions of U.S. Dollars, Consolidated											
Fiscal Period:		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Period End Date:		31-Dec-2011	31-Dec-2012	31-Dec-2013	31-Dec-2014	31-Dec-2015	31-Dec-2016	31-Dec-2017	31-Dec-2018	31-Dec-2019	31-Dec-2020
Profitability/Return											
3	Sales/Receivables, FY	19,28	17,44	14,16	12,71	11,68	12,07	12,26	11,75	11,24	11,41
0	Revenue/Inventory, FY	5,32	4,30	4,37	5,64	5,79	5,54	5,87	6,52	6,12	6,15
1	Revenue/Wk Cap, FY	4,68	5,14	4,42	4,19	3,45	3,19	3,96	4,83	5,24	6,08
2	Revenue/Tot Assets, FY	0,75	0,68	0,62	0,78	0,83	0,80	0,95	1,15	1,03	0,91
3	EBITDA/Comm Shr Eqty, %, FY	22,75%	17,87%	14,01%	32,65%	35,31%	34,07%	41,22%	57,68%	43,66%	49,77%
4	EBITDA/Tot Eqty, %, FY	22,75%	17,87%	14,01%	32,65%	35,31%	34,07%	41,22%	57,68%	43,66%	49,77%
5	EBITDA/Tot Assets, %, FY	14,47%	10,64%	8,62%	20,24%	20,83%	20,31%	25,08%	34,29%	25,11%	26,08%
6	ROFA Fixed Assets, %, FY	12,43%	5,26%	1,42%	9,14%	17,89%	17,91%	24,74%	39,68%	22,69%	19,62%
7	ROE Comm Eqty, %, FY	13,70%	5,60%	1,35%	9,30%	17,02%	16,38%	22,44%	35,96%	22,79%	23,19%
8	ROA Tot Assets, %, FY	8,10%	3,42%	0,94%	5,77%	10,05%	9,80%	13,68%	21,42%	13,13%	12,16%
9	Inc Avail Comm/Tot Eqty, %, FY	13,70%	5,60%	1,35%	9,30%	17,02%	16,38%	22,44%	35,96%	22,79%	23,19%
0	Reinvestment Rate, %, FY	11,04%	4,52%	0,28%	5,64%	6,68%	0,24%	0,34%	2,01%	(4,26%)	(9,49%)
1	Revenue/Employee, FY	-	197 829,00	-	-	137 128,42	137 965,67	187 779,85	226 215,96	198 944,39	-
Value											
4	Hist Mkt Cap, FY	11 703,86	11 995,28	10 054,92	6 895,92	5 142,96	11 248,25	15 302,83	13 539,81	13 910,84	16 979,86
5	Hist Mkt Cap, %Prd/Prd, FY	(58,73%)	2,49%	(16,18%)	(31,42%)	(25,42%)	118,71%	36,05%	(11,52%)	2,74%	22,06%
6	Hist EV, FY	15 058,50	15 592,29	12 926,12	8 577,02	6 310,46	12 021,55	16 237,83	14 445,81	15 711,84	19 484,86
7	Hist EV, %Prd/Prd, FY	(49,68%)	3,54%	(17,10%)	(33,65%)	(26,43%)	90,50%	35,07%	(11,04%)	8,76%	24,01%
8	Hist EV/Revenue, FY	1,28	1,28	1,19	0,83	0,79	1,57	1,61	1,20	1,49	2,11
9	Hist EV/EBITDA, FY	6,68	8,20	8,59	3,16	3,14	6,18	6,10	4,02	6,13	7,34
0	Hist EV/FCF, FY	-	-	67,82	10,71	11,73	47,44	80,79	57,32	-	-
1	Hist EV/OCF, FY	8,34	8,55	9,69	4,75	3,89	7,08	8,55	5,27	5,99	8,54
2	Hist EV/FOCF, FY	-	61,21	27,89	8,43	9,98	21,58	676,58	83,50	-	-
3	Hist Price/Rev/Shr (dil.), FY	1,00	0,99	0,93	0,66	0,64	1,47	1,52	1,12	1,32	1,84
4	Hist Price/EBITDA/Shr (dil.), FY	5,19	6,31	6,68	2,54	2,56	5,78	5,75	3,77	5,42	6,40
5	Hist P/E, FY	8,62	20,13	69,16	8,93	5,32	12,03	10,55	6,05	10,39	13,74
6	Hist P/E Normalized (dil), FY	8,48	19,31	49,65	4,80	4,77	11,86	10,40	6,02	10,19	13,56
7	Hist Price/CF/Shr (dil.), FY	6,33	8,71	9,48	4,34	3,37	8,06	7,37	4,80	7,31	9,38
8	Hist Price/FCF/Shr (dil.), FY	-	-	52,75	8,61	9,56	44,39	76,13	53,73	-	-
9	Hist Price/OCF/Shr (dil.), FY	6,48	6,57	7,54	3,82	3,17	6,62	8,06	4,94	5,30	7,45
0	Hist Price/FOCF/Shr (dil.), FY	-	47,09	21,69	6,78	8,14	20,19	637,62	78,26	-	-
1	Hist Price/Comm Eqty, FY	1,15	1,08	0,97	1,10	1,00	1,79	2,31	2,33	2,35	3,59
2	Hist Price/Tang Comm Eqty, FY	1,27	1,18	1,05	1,20	1,07	1,90	2,47	2,49	2,52	3,90
3	Hist Price/Bk, Tot Eqty, FY	1,15	1,08	0,97	1,10	1,00	1,79	2,31	2,33	2,35	3,59
4	Hist Price/Tang Bk, Tot Eqty, FY	1,27	1,18	1,05	1,20	1,07	1,90	2,47	2,49	2,52	3,90
5	Hist Div Yield Comm Stk Primary, %, FY	3,19%	1,02%	1,22%	2,34%	11,10%	8,02%	9,54%	14,49%	12,08%	10,35%

		Annual Standardised in Millions of Russian Roubles, Consolidated																			
		2011		2012		2013		2014		2015		2016		2017		2018		2019		2020	
		31-Dec-2011	31-Dec-2012	31-Dec-2013	31-Dec-2014	31-Dec-2015	31-Dec-2016	31-Dec-2017	31-Dec-2018	31-Dec-2019	31-Dec-2020	31-Dec-2011	31-Dec-2012	31-Dec-2013	31-Dec-2014	31-Dec-2015	31-Dec-2016	31-Dec-2017	31-Dec-2018	31-Dec-2019	31-Dec-2020
		32,194,000	30,552,500	32,890,000	58,047,000	72,949,500	61,263,000	57,657,500	69,680,000	61,919,100	73,790,000	32,194,000	30,552,500	32,890,000	58,047,000	72,949,500	61,263,000	57,657,500	69,680,000	61,919,100	73,790,000
		15,163	12,954	5,624	32,332	53,107	19,359	32,519	51,981	68,916	78,586	15,163	12,954	5,624	32,332	53,107	19,359	32,519	51,981	68,916	78,586
2	Cash and Short Term Investments	15,163	12,954	5,624	32,332	53,107	19,359	32,519	51,981	68,916	78,586	15,163	12,954	5,624	32,332	53,107	19,359	32,519	51,981	68,916	78,586
1	Cash	--	--	1,842	12,016	6,784	7,964	12,858	15,678	6,316	22,801	--	--	1,842	12,016	6,784	7,964	12,858	15,678	6,316	22,801
2	Cash & Equivalents	13,650	11,060	3,223	6,966	20,134	8,332	19,200	35,816	62,105	40,511	13,650	11,060	3,223	6,966	20,134	8,332	19,200	35,816	62,105	40,511
3	Short Term Investments	1,513	1,894	559	13,351	26,189	3,063	461	488	495	15,275	1,513	1,894	559	13,351	26,189	3,063	461	488	495	15,275
4	Accounts Receivable - Trade, Net	15,485	17,109	16,675	28,034	24,000	29,835	39,034	42,574	30,960	36,600	15,485	17,109	16,675	28,034	24,000	29,835	39,034	42,574	30,960	36,600
5	Accounts Receivable - Trade, Gross	20,636	19,920	18,057	30,184	25,241	31,060	40,476	44,735	33,189	38,961	20,636	19,920	18,057	30,184	25,241	31,060	40,476	44,735	33,189	38,961
5	Provision for Doubtful Accounts	(5,151)	(2,811)	(1,381)	(1,509)	(1,240)	(1,225)	(1,441)	(2,160)	(2,229)	(2,361)	(5,151)	(2,811)	(1,381)	(1,509)	(1,240)	(1,225)	(1,441)	(2,160)	(2,229)	(2,361)
7	Total Receivables, Net	29,683	28,292	25,029	38,311	31,806	37,187	49,816	50,727	37,151	43,462	29,683	28,292	25,029	38,311	31,806	37,187	49,816	50,727	37,151	43,462
3	Notes Receivable - Short Term	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
3	Receivables - Other	14,198	11,182	8,354	9,636	7,806	7,352	10,782	8,153	6,192	6,862	14,198	11,182	8,354	9,636	7,806	7,352	10,782	8,153	6,192	6,862
3	Total Inventory	57,177	51,145	48,611	58,453	63,977	65,368	81,931	84,801	75,294	83,235	57,177	51,145	48,611	58,453	63,977	65,368	81,931	84,801	75,294	83,235
1	Inventories - Finished Goods	19,574	14,940	16,050	20,491	21,009	17,766	23,928	25,503	20,371	20,661	19,574	14,940	16,050	20,491	21,009	17,766	23,928	25,503	20,371	20,661
2	Inventories - Work in Progress	5,795	6,202	6,775	7,720	7,879	9,741	9,859	10,382	10,155	11,806	5,795	6,202	6,775	7,720	7,879	9,741	9,859	10,382	10,155	11,806
3	Inventories - Raw Materials	30,295	27,742	26,608	31,868	38,663	34,001	44,281	46,337	43,467	48,775	30,295	27,742	26,608	31,868	38,663	34,001	44,281	46,337	43,467	48,775
4	Inventories - Other	1,513	2,261	(822)	(1,625)	(3,575)	3,860	3,863	2,578	1,300	1,992	1,513	2,261	(822)	(1,625)	(3,575)	3,860	3,863	2,578	1,300	1,992
5	Prepaid Expenses	2,640	1,803	1,677	2,090	1,678	3,002	3,921	3,414	3,529	5,092	2,640	1,803	1,677	2,090	1,678	3,002	3,921	3,414	3,529	5,092
5	Other Current Assets, Total	483	489	493	0	--	--	--	--	310	0	483	489	493	0	--	--	--	--	310	0
7	Deferred Income Tax - Current Asset	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
3	Discontinued Operations - Current Asset	483	489	493	0	--	--	--	--	310	0	483	489	493	0	--	--	--	--	310	0
3	Total Current Assets	105,146	94,682	81,436	131,186	150,568	124,915	168,187	190,923	185,200	210,375	105,146	94,682	81,436	131,186	150,568	124,915	168,187	190,923	185,200	210,375
1	Property/Plant/Equipment, Total - Gross	489,478	497,242	510,979	572,285	590,745	593,700	613,015	675,687	699,252	742,032	489,478	497,242	510,979	572,285	590,745	593,700	613,015	675,687	699,252	742,032
2	Land/Improvements - Gross	134,764	142,772	148,959	169,265	175,444	172,639	177,354	190,296	199,318	214,950	134,764	142,772	148,959	169,265	175,444	172,639	177,354	190,296	199,318	214,950
3	Machinery/Equipment - Gross	291,484	309,588	319,987	359,891	371,678	368,619	375,235	402,472	419,750	446,651	291,484	309,588	319,987	359,891	371,678	368,619	375,235	402,472	419,750	446,651
4	Construction in Progress - Gross	46,778	27,283	25,391	26,295	27,867	36,819	44,166	64,593	61,548	61,984	46,778	27,283	25,391	26,295	27,867	36,819	44,166	64,593	61,548	61,984
5	Natural Resources - Gross	9,819	9,868	8,420	7,894	6,347	6,065	5,881	5,923	6,749	5,682	9,819	9,868	8,420	7,894	6,347	6,065	5,881	5,923	6,749	5,682
5	Other Property/Plant/Equipment - Gross	6,632	7,730	8,223	8,939	9,410	9,557	10,378	12,403	11,888	12,766	6,632	7,730	8,223	8,939	9,410	9,557	10,378	12,403	11,888	12,766
7	Property/Plant/Equipment, Total - Net	379,632	361,467	283,446	294,414	274,582	266,188	281,023	305,756	321,174	335,671	379,632	361,467	283,446	294,414	274,582	266,188	281,023	305,756	321,174	335,671
3	Accumulated Depreciation, Total	(109,946)	(135,775)	(227,533)	(277,871)	(316,163)	(327,512)	(331,992)	(369,931)	(378,078)	(406,362)	(109,946)	(135,775)	(227,533)	(277,871)	(316,163)	(327,512)	(331,992)	(369,931)	(378,078)	(406,362)
3	Goodwill, Net	8,821	8,860	0	0	--	--	--	--	--	--	8,821	8,860	0	0	--	--	--	--	--	--
3	Goodwill - Gross	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
1	Accumulated Goodwill Amortization	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
2	Intangibles, Net	934	1,314	1,283	1,393	1,313	1,348	1,557	1,672	2,910	2,952	934	1,314	1,283	1,393	1,348	1,557	1,672	1,672	2,910	2,952
3	Intangibles - Gross	2,447	3,208	3,355	--	--	--	--	--	--	--	2,447	3,208	3,355	--	--	--	--	--	--	--
4	Accumulated Intangible Amortization	(1,513)	(1,894)	(2,072)	--	--	--	--	--	--	--	(1,513)	(1,894)	(2,072)	--	--	--	--	--	--	--
5	Long Term Investments	26,270	26,581	27,364	20,491	15,757	551	288	209	248	221	26,270	26,581	27,364	20,491	15,757	551	288	209	248	221
5	LT Investment - Affiliate Companies	998	0	66	58	146	368	115	70	124	74	998	0	66	58	146	368	115	70	124	74
7	LT Investments - Other	25,272	26,581	27,299	20,433	15,611	184	173	139	124	148	25,272	26,581	27,299	20,433	15,611	184	173	139	124	148
3	Note Receivable - Long Term	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
3	Other Long Term Assets, Total	3,799	4,858	6,019	8,591	6,930	5,269	5,823	3,484	3,406	3,616	3,799	4,858	6,019	8,591	6,930	5,269	5,823	3,484	3,406	3,616
3	Deferred Income Tax - Long Term Asset	3,541	4,644	5,624	8,359	4,742	4,595	5,362	3,484	3,406	3,616	3,541	4,644	5,624	8,359	4,742	4,595	5,362	3,484	3,406	3,616
1	Other Long Term Assets	258	214	395	232	2,188	674	461	0	--	--	258	214	395	232	2,188	674	461	0	--	--
2	Total Assets	524,601	497,761	399,548	456,075	449,150	398,271	456,878	502,044	512,938	552,835	524,601	497,761	399,548	456,075	449,150	398,271	456,878	502,044	512,938	552,835

32	Total Assets	524 601	497 761	399 548	456 075	449 150	398 271	456 878	502 044	512 938	552 835
33	Accounts Payable	20 121	18 820	20 194	22 464	24 730	25 485	38 573	38 533	33 374	45 750
34	Payable/Accrued	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
35	Accrued Expenses	5 570	6 355	5 920	7 778	5 909	7 352	7 726	8 710	8 173	7 600
36	Notes Payable/Short Term Debt	0	0	0	9 346	2 991	1 532	12 454	18 186	6 935	25 900
37	Current Port. of LT Debt/Capital Leases	42 947	49 831	33 219	40 749	62 153	18 134	5 362	1 254	13 746	4 649
38	Other Current liabilities, Total	13 489	13 565	8 584	13 003	7 879	12 865	27 099	31 008	34 675	50 768
39	Dividends Payable	161	3 147	66	116	73	61	12 569	19 371	19 009	27 302
40	Customer Advances	11 300	9 227	6 085	11 029	6 347	9 435	10 494	8 083	11 703	17 931
41	Income Taxes Payable	--	--	--	--	--	1 409	1 153	1 185	372	1 328
42	Other Payables	837	550	1 612	1 219	584	1 164	1 903	1 603	2 663	3 247
43	Deferred Income Tax - Current Liability	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
44	Discontinued Operations - Curr Liability	--	--	--	--	--	--	--	--	248	0
45	Other Current Liabilities	1 191	642	822	639	875	796	980	766	681	959
46	Total Current Liabilities	82 127	88 572	67 918	93 340	103 661	65 368	91 214	97 691	96 903	134 667
47	Total Long Term Debt	98 771	68 315	71 141	99 957	69 594	10 966	13 550	17 908	33 189	41 027
48	Long Term Debt	98 739	68 315	71 141	99 957	69 594	10 905	13 492	17 141	32 631	40 437
49	Capital Lease Obligations	32	0	--	--	--	61	58	766	557	590
50	Total Debt	141 718	118 147	104 360	150 051	134 738	30 632	31 366	37 348	53 870	71 576
51	Deferred Income Tax	37 248	38 313	27 989	28 269	23 563	22 851	24 043	26 548	25 387	26 933
52	Deferred Income Tax - LT Liability	37 248	38 313	27 989	28 269	23 563	22 851	24 043	26 548	25 387	26 933
53	Minority Interest	5 119	4 736	1 085	1 858	948	1 103	1 384	1 463	1 362	1 402
54	Other Liabilities, Total	2 286	2 536	6 841	5 689	10 140	10 476	11 128	10 870	15 727	10 700
55	Reserves	1 417	1 558	5 953	5 108	9 192	9 496	9 110	9 198	14 118	9 224
56	Pension Benefits - Underfunded	869	978	888	580	948	980	1 095	1 045	1 300	1 328
57	Other Long Term Liabilities	--	--	--	--	--	--	923	627	310	148
58	Total Liabilities	225 551	202 471	174 975	229 112	207 906	110 764	141 319	154 481	172 569	214 729
59	Redeemable Preferred Stock, Total	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
60	Preferred Stock - Non Redeemable, Net	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
61	Common Stock, Total	12 427	11 793	12 696	22 406	28 159	23 648	22 256	26 896	23 901	28 483
62	Common Stock	12 427	11 793	12 696	22 406	28 159	23 648	22 256	26 896	23 901	28 483
63	Additional Paid-in Capital	35 735	33 852	33 548	57 757	70 688	59 364	55 870	67 520	60 000	71 503
64	Retained Earnings (Accumulated Deficit)	326 930	304 395	250 359	432 915	566 964	533 172	533 851	673 248	594 423	702 628
65	Treasury Stock - Common	(5 666)	(5 347)	(987)	(755)	(73)	0	--	--	--	--
66	ESOP Debt Guarantee	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
67	Unrealized Gain (Loss)	17 353	18 209	20 326	13 003	8 827	0	--	--	--	--
68	Other Equity, Total	(87 729)	(67 613)	(91 368)	(298 362)	(433 320)	(328 676)	(296 417)	(420 101)	(337 954)	(464 508)
69	Translation Adjustment	(87 729)	(67 613)	(91 368)	(298 362)	(433 320)	(328 676)	(296 417)	(420 101)	(337 954)	(464 508)
70	Total Equity	299 050	295 290	224 573	226 964	241 244	287 507	315 559	347 564	340 369	338 106

Приложение 5. Выгрузки данных для исследования: Мечел

23-Nov-2021 01:10																	
Mechel PAO Balance Sheet																	
Balance Sheet																	
Annual Standardised in Millions of Russian Roubles, Consolidated																	
Accounting Quality Score	2011	2012	2012	2013	2013	2013	2013	2013	2013	2014	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	N/A	35	31	35	40												
Period End Date	31-Dec-2011	31-Dec-2012	31-Dec-2012	31-Dec-2013	31-Dec-2013	31-Dec-2013	31-Dec-2013	31-Dec-2013	31-Dec-2013	31-Dec-2014	31-Dec-2014	31-Dec-2015	31-Dec-2016	31-Dec-2017	31-Dec-2018	31-Dec-2019	31-Dec-2020
Period End FX Rate (Multiple Currencies)	32.194000	30.552500	32.890000	32.890000	32.890000	32.890000	32.890000	32.890000	32.890000	58.047000	1.000000	1.000000	1.000000	1.000000	1.000000	1.000000	1.000000
Cash and Short Term Investments	20 924	9 097	8 969	8 832	9 030	8 977	8 977	8 977	8 820	4 110	4 110	3 124	1 856	3 014	2 311	3 872	1 847
Cash	--	--	8 969	8 832	9 030	8 977	8 977	8 820	--	4 110	4 110	3 078	1 689	2 452	1 894	3 602	1 771
Cash & Equivalents	20 924	9 012	8 969	8 832	9 030	8 977	8 977	8 820	--	4 110	4 110	3 078	1 689	2 452	1 894	3 602	1 771
Short Term Investments	234	85	--	--	--	--	--	360	--	--	186	45	167	562	508	363	141
Accounts Receivable - Trade, Net	26 285	21 554	21 403	19 420	19 513	19 339	17 996	17 996	17 996	19 177	16 854	10 582	(9 616)	14 795	14 202	12 407	12 368
Accounts Receivable - Trade, Gross	27 768	24 131	23 621	22 092	22 205	22 030	22 030	22 030	22 030	23 153	31 221	26 834	24 325	23 878	24 039	21 262	21 863
Provision for Doubtful Accounts	(1 483)	(2 578)	(2 219)	(2 672)	(2 692)	(2 691)	(11 976)	(3 976)	(3 976)	(3 976)	(14 505)	(16 348)	(33 941)	(9 083)	(9 837)	(8 855)	(9 495)
Total Receivables, Net	85 235	48 377	34 249	21 288	21 381	21 207	21 207	21 207	21 207	19 171	25 094	19 656	22 740	22 282	21 491	19 375	20 323
Notes Receivable - Short Term	93	60	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Receivables - Other	58 857	26 763	12 846	1 868	1 868	1 868	1 868	1 868	1 868	8 240	8 240	9 074	32 356	7 487	7 289	6 968	7 955
Total Inventory	83 476	63 341	61 103	45 289	46 483	46 305	46 629	37 189	37 189	36 337	35 189	35 227	37 990	37 990	43 423	39 773	42 138
Inventories - Finished Goods	49 281	38 182	--	25 924	--	26 326	26 510	19 941	17 924	15 907	15 907	15 907	15 907	15 907	19 762	17 565	19 305
Inventories - Work in Progress	9 822	7 292	--	6 459	--	6 511	6 742	5 832	5 832	5 843	5 769	5 654	6 990	6 990	8 681	8 565	9 655
Inventories - Raw Materials	24 373	17 867	--	12 906	--	13 467	13 377	10 829	13 467	10 829	11 496	13 666	15 050	14 980	13 643	13 178	13 178
Prepaid Expenses	3 273	3 040	14 730	12 412	14 557	14 459	2 525	13 833	2 525	13 833	2 605	3 545	3 873	4 049	4 778	2 930	4 428
Other Current Assets, Total	2 597	3 782	65 356	6 002	1 150	1 653	329	14 095	5 295	10 272	1 606	69	69	127	137	82	120
Deferred Income Tax - Current Asset	1 150	966	863	1 150	1 150	825	--	5 295	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Discontinued Operations - Current Asset	522	1 809	64 493	4 852	--	827	--	8 800	--	8 800	--	--	--	--	--	--	--
Other Current Assets	925	1 006	--	--	--	--	329	--	--	1 576	1 606	69	69	127	137	82	120
Total Current Assets	195 503	127 637	184 407	93 823	92 601	92 601	88 802	88 944	88 802	88 944	78 477	63 120	63 765	67 462	72 140	66 032	68 856
Property/Plant/Equipment, Total - Gross	286 527	303 786	--	425 740	--	345 998	330 981	366 685	330 981	366 685	340 489	341 002	336 174	344 803	351 950	367 253	247 092
Buildings - Gross	45 349	47 851	--	47 069	--	47 752	64 226	57 655	64 226	57 655	73 577	78 265	77 659	80 813	80 751	84 537	75 871
Land/Improvements - Gross	4 103	3 211	--	3 202	--	3 091	3 210	2 821	3 210	2 821	3 122	3 313	3 049	3 095	2 941	5 498	2 947
Machinery/Equipment - Gross	113 079	121 648	--	119 384	--	111 302	153 815	123 858	153 815	123 858	161 252	232 588	234 332	241 250	246 370	255 742	147 780
Construction in Progress - Gross	102 354	107 966	--	110 065	--	110 023	109 730	105 234	110 023	105 234	102 538	26 836	21 134	19 645	21 888	21 476	7 654
Natural Resources - Gross	--	--	--	127 584	--	56 159	--	57 639	--	57 639	--	--	--	--	--	--	--
Other Property/Plant/Equipment - Gross	21 643	23 108	--	18 435	--	17 670	--	19 477	--	19 477	--	--	--	--	--	--	12 840
Property/Plant/Equipment, Total - Net	379 352	380 608	324 880	332 428	333 601	263 764	226 253	270 753	226 253	270 753	224 299	215 844	204 353	197 875	189 879	196 992	94 185
Accumulated Depreciation, Total	(59 571)	(65 512)	--	(93 312)	--	(82 233)	(104 728)	(95 932)	(104 728)	(95 932)	(116 190)	(125 158)	(131 821)	(146 928)	(162 071)	(170 261)	(152 907)
Goodwill, Net	33 788	24 407	23 917	22 621	22 621	22 621	22 621	22 621	22 621	23 405	22 697	21 378	18 355	18 331	16 039	12 843	9 609
Goodwill - Gross	--	--	--	--	--	--	32 781	--	32 781	--	--	33 201	30 915	32 878	32 968	32 911	33 001
Accumulated Goodwill Amortization	--	--	--	--	--	--	(10 261)	--	(10 261)	--	--	(11 823)	(12 560)	(14 547)	(16 929)	(20 068)	(23 392)
Intangibles, Net	--	--	--	423	--	468	51 727	517	40 122	38 517	40 122	38 517	36 099	34 120	32 912	31 884	19 232
Intangibles - Gross	--	--	--	--	--	--	126 680	--	126 680	--	55 712	55 783	55 783	56 498	56 498	56 498	43 652

3	Intangibles, Net	--	--	423	--	468	51 727	517	40 122	38 517	36 099	34 120	32 912	31 884	19 232
4	Intangibles - Gross	--	--	--	--	--	126 680	--	55 712	55 783	55 783	56 498	56 498	56 498	43 652
5	Accumulated Intangible Amortization	--	--	--	--	--	(74 953)	--	(15 590)	(17 266)	(19 684)	(22 378)	(23 586)	(24 614)	(24 420)
6	Long Term Investments	713	688	736	736	736	794	592	763	478	500	485	537	553	786
7	LT Investment - Affiliate Companies	262	240	250	250	250	251	357	274	284	265	283	293	321	341
8	LT Investments - Other	451	448	486	486	486	543	236	489	194	235	202	244	232	445
9	Note Receivable - Long Term	--	--	--	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
0	Other Long Term Assets, Total	12 304	7 296	6 750	4 986	5 458	74 827	5 487	2 900	2 735	2 393	854	6 118	4 201	1 172
1	Deferred Charges	--	--	--	1 416	--	381	416	--	--	--	--	--	--	--
2	Pension Benefits - Overfunded	--	--	--	565	--	565	573	--	--	--	--	--	--	--
3	Deferred Income Tax - Long Term Asset	896	1 688	1 683	167	167	517	4 235	1 438	1 492	1 502	96	5 488	3 648	561
4	Discontinued Operations - LT Asset	4 849	0	--	0	--	70 923	0	--	--	--	--	--	--	--
5	Other Long Term Assets	6 559	5 608	5 067	2 839	5 292	2 792	2 481	1 462	1 243	891	758	630	553	611
6	Total Assets	621 660	540 636	540 636	455 017	455 017	393 094	389 698	369 258	342 072	325 465	319 127	317 625	312 505	193 840
7	LIABILITIES AND EQUITY														
8	Accounts Payable	37 107	38 265	36 572	33 844	34 619	34 084	32 071	26 373	26 300	21 335	18 999	24 288	27 806	32 290
9	Payable/Accrued	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
0	Accrued Expenses	9 753	10 922	10 707	12 472	12 607	11 907	48 179	23 812	36 423	27 055	27 965	14 627	18 857	21 350
1	Notes Payable/Short Term Debt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Current Port. of LT Debt/Capital Leases	88 478	48 665	47 916	52 878	52 878	52 654	403 399	373 585	445 319	401 956	385 539	404 051	378 688	306 329
3	Other Current liabilities, Total	17 237	16 919	29 696	18 995	17 781	19 239	28 532	59 702	72 494	55 000	51 645	33 229	34 088	39 374
4	Dividends Payable	0	94	94	108	108	108	107	--	--	--	--	--	--	--
5	Customer Advances	6 632	4 732	3 753	3 015	4 635	4 290	4 737	4 286	3 492	3 815	4 385	5 028	5 816	6 067
6	Income Taxes Payable	8 975	10 219	9 964	11 717	11 729	11 288	3 173	3 033	5 549	2 552	4 578	6 425	9 161	7 843
7	Other Payables	--	--	--	--	--	25 866	--	35 164	28 302	19 650	14 470	10 512	10 585	11 493
8	Deferred Income Tax - Current Liability	1 346	1 176	1 176	1 242	1 242	1 242	458	--	--	--	--	--	--	--
9	Discontinued Operations - Curr Liability	167	544	14 559	2 847	--	1 900	8 709	--	--	--	--	--	--	--
0	Other Current Liabilities	117	153	151	66	66	24 891	202	17 219	35 151	28 983	28 212	11 264	8 526	13 971
1	Total Current Liabilities	152 574	114 771	124 891	118 189	117 885	117 885	512 182	483 472	580 536	505 346	484 148	476 195	459 439	399 343
2															
3															
4	Total Long Term Debt	228 812	252 891	252 649	257 104	257 104	256 876	9 830	9 492	4 789	12 065	19 238	8 951	14 207	6 159
5	Long Term Debt	216 731	242 266	242 026	247 340	247 340	247 112	9 667	9 346	4 308	11 644	17 360	6 538	7 205	2 201
6	Capital Lease Obligations	12 081	10 625	10 623	9 765	9 765	9 764	163	146	481	421	1 878	2 413	7 002	3 958
7	Total Debt	317 289	301 556	300 565	309 983	309 983	309 530	280 728	383 077	450 108	414 021	404 777	413 002	392 895	312 488
8	Deferred Income Tax	48 770	45 828	37 242	35 614	35 614	16 650	10 448	3 053	11 090	16 282	11 494	13 506	13 877	6 773
9	Deferred Income Tax - LT Liability	48 770	45 828	37 242	35 614	35 614	16 650	10 448	3 053	11 090	16 282	11 494	13 506	13 877	6 773
0	Minority Interest	11 955	11 068	11 068	9 681	9 681	9 681	9 500	8 253	5 948	7 686	8 933	9 846	11 631	13 618
1	Other Liabilities, Total	18 773	19 000	17 708	17 408	17 713	36 905	12 659	19 654	7 511	44 360	48 380	52 168	58 579	12 236
2	Reserves	1 275	1 370	1 338	1 879	1 879	1 663	4 303	2 998	3 439	3 420	3 814	3 719	5 238	4 802
3	Pension Benefits - Underfunded	4 625	5 414	5 097	4 693	4 997	3 438	3 496	3 445	3 746	3 501	3 512	3 819	4 933	5 232
4	Other Long Term Liabilities	12 315	12 216	11 273	10 836	10 836	9 650	3 453	4 604	3 26	37 439	41 054	44 630	48 408	2 202
5	Discontinued Operations - Liabilities	558	0	--	--	--	22 154	0	8 607	--	--	--	--	--	--
6	Total Liabilities	460 883	443 559	443 559	437 997	437 997	437 997	416 082	523 924	609 874	585 739	572 193	560 666	557 733	438 129

מניות וזכויות בעלות (in millions of NIS)												
Redeemable Preferred Stock, Total	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Preferred Stock - Non Redeemable, Net	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Common Stock, Total	4,298	4,079	4,079	4,391	4,391	4,163	7,750	4,163	4,163	4,163	4,163	4,163
Common Stock	4,298	4,079	4,079	4,391	4,391	4,163	7,750	4,163	4,163	4,163	4,163	4,163
Additional Paid-In Capital	27,236	25,823	25,823	27,434	27,434	26,424	48,419	26,425	29,155	25,211	25,274	24,250
Retained Earnings (Accumulated Deficit)	139,907	76,390	76,390	(14,072)	(14,072)	(53,575)	(276,502)	(185,254)	(301,120)	(282,440)	(274,602)	(271,795)
Treasury Stock - Common	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	(63)	(907)
ESOP Debt Guarantee	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Unrealized Gain (Loss)	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Other Equity, Total	(10,665)	(9,215)	(9,215)	(733)	(733)	(733)	57,913	--	--	--	--	--
Other Equity	815	773	773	833	833	--	1,469	--	--	--	--	--
Other Comprehensive Income	(11,480)	(9,989)	(9,989)	(1,566)	(1,566)	(1,566)	56,444	--	--	--	--	--
Total Equity	160,776	97,077	97,077	17,020	17,020	(22,988)	(162,420)	(154,666)	(267,802)	(253,066)	(243,041)	(244,289)
Total Liabilities & Shareholders' Equity	621,660	540,636	540,636	455,017	455,017	393,094	389,698	369,258	342,072	319,127	317,625	312,505
Supplemental Information (in millions of NIS)												
Shares Outstanding - Common Issue 2	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Shares Outstanding - Common Issue 3	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Shares Outstanding - Common Issue 4	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Total Common Shares Outstanding	416	416	416	416	416	416	416	416	416	416	416	405
Shares Outs - Common Stock/Primary Issue	416	416	416	416	416	416	416	416	416	416	416	405
Treas Shares - Common Stock/Prmy Issue	--	--	0	0	0	0	0	0	0	0	0	11
Treasury Shares - Common Issue 2	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Treasury Shares - Common Issue 3	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Treasury Shares - Common Issue 4	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Total Preferred Shares Outstanding	83	83	83	83	83	83	83	83	139	139	139	139
Shares Outstanding - Preferred Issue 1	83	83	83	83	83	83	83	83	139	139	139	139
Treasury Shares - Preferred Issue 1	--	--	--	--	--	0	--	0	0	0	0	0
Treasury Shares - Preferred Issue 2	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Treasury Shares - Preferred Issue 3	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Treasury Shares - Preferred Issue 4	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Treasury Shares - Preferred Issue 5	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Treasury Shares - Preferred Issue 6	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Minority Interest - Redeemable	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Minority Interest - Non Redeemable	11,955	11,068	11,068	9,681	9,681	9,500	8,905	8,253	5,948	7,686	8,933	11,631
Total Equity & Minority Interest	172,731	108,145	108,145	26,701	26,701	(13,488)	(153,515)	(146,413)	(261,854)	(252,588)	(244,133)	(233,195)
Full-Time Employees	96,868	90,465	90,465	71,635	71,635	71,635	67,880	67,880	65,900	59,971	59,383	--
Part-Time Employees	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Number of Common Shareholders	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Other Property/Plant/Equipment - Net	152,396	142,334	324,880	--	333,601	--	--	--	--	--	--	--
Intangibles - Net	--	--	--	423	468	--	517	--	--	--	--	--

Приложение 6. Выгрузки данных для исследования: нефинансовые показатели

REFINITIV ESG STATEMENT VIEW - EVRAZ PLC (EVRE.L)	2020	2019	2018	2017	2016
Environment					
Period End Date	2020-12-31	2019-12-31	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31
Reporting Currency	USD	USD	USD	USD	USD
Period Status	Complete	Complete	Complete	Complete	Complete
ESG Report	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
ESG Reporting Scope	100%	100%	100%	100%	100%
ESG Report Auditor Name	Ernst & Young LLP	Ernst & Young LLP	--	Lintstock LLP	--
ESG Combined Score	A-	A-	B	C	C+
ESG Score (Weight 100.0%)	A-	A-	B	B-	C+
Environmental Pillar Score (Weight 35.2%)	B+	A-	B	B	C+
Social Pillar Score (Weight 40.2%)	A-	A-	B	B	B-
Governance Pillar Score (Weight 24.6%)	A-	A-	B+	C+	C
ESG Controversies Score	A+	A+	A+	D	A+
Resource Use (Weight 16.4%)	A-	A	C+	B-	B-
Resource Reduction Policy	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE
Policy Water Efficiency	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE
Policy Energy Efficiency	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE
Policy Sustainable Packaging	FALSE	FALSE	FALSE	FALSE	FALSE
Policy Environmental Supply Chain	TRUE	TRUE	FALSE	FALSE	FALSE
Resource Reduction Targets	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE
Targets Water Efficiency	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE
Targets Energy Efficiency	FALSE	TRUE	FALSE	FALSE	FALSE
Environment Management Team	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE

REFINITIV ESG STATEMENT VIEW - SEVERSTAL' PAO (CHMF.MM)					
Environment	2020	2019	2018	2017	2016
Period End Date	2020-12-31	2019-12-31	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31
Reporting Currency	USD	USD	USD	USD	USD
Period Status	Complete	Complete	Complete	Complete	Complete
ESG Report	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
ESG Reporting Scope	100%	100%	100%	100%	100%
ESG Report Auditor Name	f Industrialists and Entf Industrialists and Ent Industrialists and EntrIndustrialists and EntrProkopov,E. N. Feoktistova				
ESG Combined Score	B+	B+	B	B+	B-
ESG Score (Weight 100.0%)	B+	B+	B	B+	B-
Environmental Pillar Score (Weight 35.2%)	A-	A	A-	B+	B+
Social Pillar Score (Weight 40.2%)	B+	B+	B-	B	C
Governance Pillar Score (Weight 24.6%)	B-	B	B	B+	B
ESG Controversies Score	A+	A+	A+	A+	A+
Resource Use (Weight 16.4%)	A+	A+	A+	A-	A-
Resource Reduction Policy	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE
Policy Water Efficiency	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE
Policy Energy Efficiency	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE
Policy Sustainable Packaging	FALSE	FALSE	FALSE	FALSE	FALSE
Policy Environmental Supply Chain	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE
Resource Reduction Targets	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE
Targets Water Efficiency	TRUE	TRUE	TRUE	FALSE	FALSE
Targets Energy Efficiency	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE
Environment Management Team	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE

REFINITIV ESG STATEMENT VIEW - NOVOLIPETSK STEEL PAO (NLMK.MM)		2020	2019	2018	2017	2016
Environment		2020-12-31	2019-12-31	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31
Period End Date		2020-12-31	2019-12-31	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31
Reporting Currency		USD	USD	USD	USD	USD
Period Status		Complete	Complete	Complete	Complete	Complete
ESG Report		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
ESG Reporting Scope		100%	100%	100%	69.41%	71.50%
ESG Report Auditor Name		cewaterhouseCoopers	PricewaterhouseCoop			
ESG Combined Score		A-	A-	B	B	B
ESG Score (Weight 100.0%)		A-	A-	B	B	B
Environmental Pillar Score (Weight 35.2%)		A	A	A-	B+	B-
Social Pillar Score (Weight 40.2%)		B+	B+	B	B-	B-
Governance Pillar Score (Weight 24.6%)		A	A	B-	B+	A-
ESG Controversies Score		A+	A+	A+	A+	A+
Resource Use (Weight 16.4%)		A+	A+	A+	A+	B-
Resource Reduction Policy		TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE
Policy Water Efficiency		TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE
Policy Energy Efficiency		TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE
Policy Sustainable Packaging		FALSE	FALSE	FALSE	FALSE	FALSE
Policy Environmental Supply Chain		TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	FALSE
Resource Reduction Targets		TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE
Targets Water Efficiency		TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE
Targets Energy Efficiency		TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE
Environment Management Team		TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	FALSE

REFINITIV ESG STATEMENT VIEW - MAGNITOGORSKIY METALLURGICHESKIY KOMBINAT PAO (MAGN.MM)					
Environment	2020	2019	2018	2017	2016
Period End Date	2020-12-31	2019-12-31	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31
Reporting Currency	USD	USD	USD	USD	USD
Period Status	Complete	Complete	Complete	Complete	Complete
ESG Report	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
ESG Reporting Scope	100%	100%	100%	100%	100%
ESG Report Auditor Name	BSI Assurance UK Ltd				
ESG Combined Score	B	B	C+	C+	C+
ESG Score (Weight 100.0%)	B	B	C+	C+	C+
Environmental Pillar Score (Weight 35.2%)	B+	B	C+	C+	C+
Social Pillar Score (Weight 40.2%)	B	B	C-	C-	C-
Governance Pillar Score (Weight 24.6%)	C+	B+	B	B	B-
ESG Controversies Score	A+	A+	A+	A+	A+
Resource Use (Weight 16.4%)	B+	B-	C	C	C-
Resource Reduction Policy	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE
Policy Water Efficiency	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE
Policy Energy Efficiency	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE
Policy Sustainable Packaging	FALSE	FALSE	FALSE	FALSE	FALSE
Policy Environmental Supply Chain	TRUE	FALSE	FALSE	FALSE	FALSE
Resource Reduction Targets	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE
Targets Water Efficiency	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE
Targets Energy Efficiency	TRUE	TRUE	FALSE	FALSE	FALSE
Environment Management Team	TRUE	TRUE	FALSE	FALSE	FALSE

REFINITIV ESG STATEMENT VIEW - MECHEL PAO (MTLR.MM)						
Environment						
	2020	2019	2018	2017	2016	
Period End Date	2020-12-31	2019-12-31	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31	
Reporting Currency	RUB	RUB	RUB	RUB	RUB	
Period Status	Complete	Complete	Complete	Complete	Complete	
ESG Report	Yes	Yes	Yes	No	No	
ESG Reporting Scope	100%	100%	100%	--	--	
ESG Report Auditor Name	--	--	--	--	--	
ESG Combined Score	C	C-	C-	C-	C	
ESG Score (Weight 100.0%)	C	C-	C-	C-	C	
Environmental Pillar Score (Weight 35.2%)	C	C-	D	D+	C-	
Social Pillar Score (Weight 40.2%)	C-	D+	D+	D+	C-	
Governance Pillar Score (Weight 24.6%)	B-	C+	B-	C+	B+	
ESG Controversies Score	A+	A+	A+	A+	A+	
Resource Use (Weight 16.4%)	C-	D+	D+	D+	D+	
Resource Reduction Policy	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	
Policy Water Efficiency	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	
Policy Energy Efficiency	TRUE	FALSE	FALSE	FALSE	FALSE	
Policy Sustainable Packaging	FALSE	FALSE	FALSE	FALSE	FALSE	
Policy Environmental Supply Chain	FALSE	FALSE	FALSE	FALSE	FALSE	
Resource Reduction Targets	FALSE	FALSE	FALSE	FALSE	FALSE	
Targets Water Efficiency	FALSE	FALSE	FALSE	FALSE	FALSE	
Targets Energy Efficiency	FALSE	FALSE	FALSE	FALSE	FALSE	
Environment Management Team	FALSE	FALSE	FALSE	FALSE	FALSE	