

**Экономика. Управление в социальных и
экономических системах**
**Economics. Governance in social and economic
systems**

УДК 336.647

**Проблемы оценки инвестиционной привлекательности в
российских нефтегазовых публичных компаниях¹**

Гапоненко Владимир Федосович

Академия управления МВД России;

Россия, 125993, г. Москва, ул. Зои и Александра Космодемьянских, д. 8.

Финансовый университет при Правительстве РФ;

Россия, 125993 (ГСП-3), г. Москва, Ленинградский просп., 49.

д.э.н., профессор, profgaponenko@gmail.com, +79035929078

Аннотация. Статья посвящена исследованию проблем оценки инвестиционной привлекательности в российских нефтегазовых публичных компаниях, освещению исследований в области: управления инвестиционной привлекательностью компаний, методик оценки и анализа инвестиционной привлекательности компаний, способов привлечения денежных средств посредством эмиссии ценных бумаг, финансовой отчетности как индикатора инвестиционной привлекательности компаний. Предложен вывод о том, что основными подходами к анализу и оценке инвестиционной привлекательности российских нефтегазовых публичных компаний являются: рыночный подход, бухгалтерский подход, комбинированный подход.

Ключевые слова: оценка инвестиционной привлекательности в российских нефтегазовых публичных компаниях, инвестирование в финансовые активы, финансирование деятельности компаний, привлечение финансовых ресурсов, инвестиционный анализ, финансовые коэффициенты.

¹ Статья выполнена при финансовой поддержке Российского фонда фундаментальных исследований (РФФИ) – Договор № 18-010-01061/19 по проекту: «Моделирование стратегии инновационного развития и импортозамещения нефтегазового комплекса России в контексте экономической безопасности»

Problems of investment attractiveness assessment in Russian oil and gas public companies¹

Vladimir Gaponenko

Management Academy of the Ministry of the Interior of Russia;
Russia, 125993, Moskva, ul. Zoi i Aleksandra Kosmodem'yanskikh, d. 8.
Financial University under the Government of the Russian Federation;
49 Leningradsky prosp., Moscow, 125993 (GSP-3), Russia.
Doctor of Economics, Professor, profgaponenko@gmail.com, +79035929078

Annotation. The article is devoted to the study of the problems of assessing investment attractiveness in Russian oil and gas public companies, coverage of research in the fields of: management of investment attractiveness of companies, methods of evaluation and analysis of investment attractiveness of companies, ways to raise money through the issue of securities, financial statements as an indicator of investment attractiveness of companies. It is concluded that the main approaches to the analysis and evaluation of investment attractiveness of Russian oil and gas public companies are: market approach, accounting approach, combined approach.

Keywords: assessment of investment attractiveness in Russian oil and gas public companies, investments in financial assets, financing of companies, attraction of financial resources, investment analysis, financial ratios.

Ни для кого не секрет, что современная экономическая система существует благодаря конкуренции. Конкуренция наблюдается на всех рынках, и рынок капитала - не исключение. Компании соревнуются между собой не только за клиентов, но и за поставщиков, кредиторов, инвесторов, за более выгодные условия получения финансирования своей деятельности.

Так, для каждой уважающей себя компании на сегодняшний день важен благоприятный инвестиционный климат. Ведь именно таким образом компании создают притоки денежных средств для комфортного существования и процветания в условиях действительно жесткой

¹ The article was carried out with the financial support of The Russian Foundation for basic research (RFBR) – Contract No. 18-010-01061 / 19 on the project: "Modeling of the strategy of innovative development and import substitution of the oil and gas complex of Russia in the context of economic security»

конкуренции. Поэтому насущным вопросом для российских публичных компаний становится вопрос повышения своей инвестиционной привлекательности. Инвесторы, в свою очередь, также начинают становиться очень требовательными к оценке компаний, их первостепенными задачами являются оценка инвестиционной привлекательности компаний и принятие решений в отношении инвестирования в финансовые активы.

Существует множество способов привлечения финансирования компанией. Потребность российских публичных компаний во внешних источниках финансирования действительно велика. Российский рынок капитала давно знаком с кредитами, лизингом, факторингом, а также с акциями и облигациями. Однако публичное обращение упомянутых ценных бумаг недостаточно для России, ведь по сравнению с фондовым рынком, скажем США, наш рынок ценных бумаг находится на стадии становления.

В данном исследовании освещен способ привлечения денежных средств посредством эмиссии ценных бумаг, а именно акций. Помимо этого, в данном исследовании сделан акцент на механизм выпуска акций публичными акционерными обществами, то есть компаниями, чьи акции находятся в свободном обращении на бирже. Здесь и возникает понятие «инвестиционная привлекательность» [1]. Потенциальные инвесторы проводят анализ и решают: акции какой компании принесут им наибольший доход при прочих равных условиях. Данное решение каждый отдельно взятый инвестор принимает для себя сам, однако существуют и некоторые стандартные показатели, которые используются в инвестиционной привлекательности. Это, например, различные финансовые коэффициенты, посчитанные на основании отчетности компании, рыночные показатели акции, а также разнообразные качественные показатели. На инвестиционную привлекательность может влиять экономическая ситуация, конкурентная позиция компании на рынке, ее имидж и даже слухи о будущей деятельности компании.

Логично предположить, что с течением времени инвестиционная привлекательность компании может варьироваться. Поэтому при выборе объекта инвестирования потенциальный инвестор руководствуется целями вложения, сроком вложения, оценивает степень риска.

Рано или поздно в развитии компании происходит момент, когда для более эффективной работы ей приходится привлекать внешнее финансирование. Данный процесс является абсолютно нормальным в современной мировой и национальной экономике. Некорректно думать, что у компании возникли финансовые трудности, скорее напротив, привлечение средств извне - это показатель развития компании и ее определенных перспектив. Ведь одна из главных задач современной компании – привлечение финансирования для повышения своей эффективности и удержание места на конкурентной арене.

Сегодня существует много опций для привлечения заемного капитала, выбор финансирования зависит от огромного множества факторов. Выделяют две основные группы методов, которым соответствуют основные инструмент привлечения финансирования. Эти две группы – долговой капитал и паевые средства. Первая включает всем известный банковский кредит, коммерческое кредитование, факторинг, банковские гарантии, эмиссия облигаций, залог активов. Отличие состоит в том, что потенциальный инвестор, при вложении средств, отстранен от заемщика. Важным документом является договор, по условиям которого все инвестированные деньги возвратятся инвестору, игнорируя тот факт, положительным был результат от деятельности или нет.

Финансирование с помощью паевых средств (вторая группа) означает, что, покупая пай, инвестор будет претендовать на долю прибыли организации, а также на некоторые имущественные права. Сюда относятся прямые инвестиции и эмиссия акций.

Многие российские публичные компании еще не готовы в полном объеме привлекать средства, используя финансовый рынок. Хотя настоящая потребность компаний в России в привлеченных средствах колоссальна. Зачастую компании видят выход в сделках M&A. Практика в России такова, что к рынку ценных бумаг прибегают, когда уже исчерпаны другие возможные ресурсы привлечения средств. Примечательно, что владельцы крупных пакетов акций препятствуют повышению общего количества акционеров. Помимо всего прочего, российская реальность сталкивается с нехваткой опыта, а также бизнес останавливает расходование крупных затрат на проведение эмиссии акций.

Тем не менее, выпуск акций – это очень распространенный способ привлечения средств на современных финансовых рынках. Эмиссия акций производится на основании установленных в действующем законодательстве порядков, и ориентирована на выпуск и размещение новых акций компании на рынке. При проведении эмиссии правильно и в благоприятный период, компания может привлечь значительные средства для расширения своей деятельности. К несомненным достоинствам эмиссии акций относится отсутствие регулярных выплат по займу, как при кредите. Однако есть и очевидный недостаток – доля собственных средств компании переходит в собственность новоиспеченных держателей акций. Эти держатели, в некоторых случаях, вместе с пакетом акций получают также и право оказывать влияние на деятельность компании. Как правило, эмиссию ценных бумаг проводят крупные компании в форме акционерных обществ¹

За последние 30 лет наименования юридических лиц, основанных на акционерных принципах, менялись не раз. Сначала они назывались акционерные общества открытого и закрытого типа (в Законе РСФСР от 25 декабря 1990 г. №445-1 «О предприятиях и предпринимательской

¹ (См.: Методы привлечения финансирования: как найти средства для развития бизнеса [Электронный ресурс] URL: <https://www.kp.ru/guide/privlechenie-finansirovaniya.html>).

деятельности»), затем акционерные общества получили классификацию открытые и закрытые. На сегодняшний день в Гражданском кодексе РФ и Федерального закона «Об акционерных обществах» зафиксировано деление акционерных обществ на публичные и непубличные.

Публичные акционерные общества (ПАО) вправе проводить размещение акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в его акции, посредством открытой подписки. Минимальный уставный капитал ПАО должен составлять 100 000 рублей. Акции непубличного АО и эмиссионные ценные бумаги, конвертируемые в его акции, не могут размещаться посредством открытой подписки или иным образом предлагаться для приобретения неограниченному кругу лиц. Минимальный уставный капитал непубличного АО должен составлять 10 000 рублей.

Название «акционерное общество» говорит нам о том, что процедура выпуска акций есть основополагающий этап создания (реорганизации) компании. Акционеры открытого акционерного общества могли свободно и беспрепятственно отчуждать (продавать, дарить, обменивать) акции третьим лицам, в свою очередь, публичное общество под свободным размещением акций предполагает их листинг, то есть включение акций в котировальные списки бирж для допуска к торговле. Еще одной особенностью публичного акционерного общества является обязательное раскрытие информации о компании.

Далее, раскрывая тему финансирования деятельности компаний, рассмотрим основные теоретические аспекты эмиссии акций как инструмента привлечения инвестиций. В момент основания акционерного общества решается вопрос формировании размера уставного капитала, в свою очередь основателями общества могут выступать как юридические, так и физические лица. Все вопросы, касающиеся размера уставного капитала, формы и типа размещаемых акций обсуждаются учредителями и вносятся в письменный договор о создании акционерного общества. Помимо формы и типа

размещаемых акций, обязательно определяется размер и порядок выплат. В уставном документе акционерного общества отражается номинальная стоимость акций и их количество.

В данном исследовании достаточное внимание уделено публичным обществам, обществам с неограниченным и динамично меняющимся составом участников. Публичность означает, что компания ориентируется на неограниченный круг участников, это означает, что акции могут быть проданы широкому кругу лиц. Соответственно, чем большим инвесторам будет предложена возможность инвестировать в компанию, тем потенциально больше инвестиций эта компания может привлечь. Также еще раз отметим, что ПАО предоставляют стандартизированную информацию о «себе» в открытом доступе, соответственно, оценить инвестиционную привлекательность и затем сравнить публичные компании может каждый желающий инвестор.

Первичное публичное размещение (Initial public offering или IPO) есть размещение ценных бумаг публичного акционерного общества во время их первичной эмиссии путем продажи ценных бумаг неограниченному числу инвесторов. Это отличная возможность для продажи ценных бумаг компанией, которая заинтересована в привлечении инвестиций. IPO регламентируется и контролируется действующим законодательством той страны, в которой находится биржа, на которой будет проходить листинг акций компании. Однако если российская публичная компания захочет провести размещение своих акций на иностранной бирже, она, в первую очередь, будет обязана выполнить требования российского действующего законодательства, и лишь впоследствии требования действующего законодательства страны, на территории которой находится биржа [2]. Благодаря размещению собственных акций ПАО имеют возможность привлекать капитал, создавать рыночную стоимость акций и тем самым

укреплять свою репутацию и имидж. Публичное размещение акций помогает компаниям решить целый ряд задач [3]:

- привлечь долгосрочный капитал;
- выйти на более развитые рынки капитала
- привлечь большое количество инвесторов;
- обрести публичность и узнаваемость;
- повысить качество корпоративного управления и др.

Итак, компании привлекают капитал, выпускают и продают новые акции, чтобы повысить свое финансовое состояние. Почему же именно акции? Акции обладают двумя большими преимуществами перед банковским кредитом и любой другой формой заимствования: привлеченные средства не подлежат обязательному возврату, а также нет необходимости выплачивать фиксированный процент.

Конечно, же главной целью IPO является привлечение финансовых ресурсов. Фондирование через IPO позволяет компании достигнуть поставленных целей и задач своего стратегического проекта, но везде есть свои «но». Данный вариант привлечения инвестиций требует значительных затрат [4].

К прямым расходам на проведение IPO относятся расходы компаний непосредственно на процедуру размещения акций, то есть:

- оплата стоимости услуг андеррайтеров;
- оплата проведения аудита;
- расходы на формирование и раскрытие финансовой отчетности;
- расходы на проведение рекламной кампании;
- оплата услуг профессиональных участников рынка;
- оплата услуг прочих участников процесса размещения (например, юридические, налоговые, финансовые консультанты).

Выпуск акций может осуществляться как в форме первоначального выпуска (IPO), так и в форме дополнительных выпусков акций, реализуемых по мере необходимости в процессе хозяйственной деятельности акционерного общества. И, как упоминалось ранее, акция – отличный финансовый инструмент для привлечения инвестиций, требуемых для развития компании.

Первоначальный выпуск акций может быть подразделен на эмиссию обыкновенных и эмиссию привилегированных акций. Принимаем во внимание, что стоимость всех привилегированных акций (по номиналу) не всегда менее 25% уставного капитала компании. Привилегированные акции отличаются от обыкновенных тем, что их владельцы имеют право получения фиксированного дивиденда, но не обладают правом голоса на общем собрании акционеров [5].

Процедура эмиссии дополнительного выпуска акций почти не отличается от равнозначного первоначального выпуска. Стоимость вновь размещенных акций может быть равной или выше номинальной стоимости первой эмиссии. Как и в случае с первичным размещением, при формировании дополнительного выпуска акций формируется номинальный доход, а при продаже на бирже – эмиссионный. Номинальный доход прибавляется к уставному капиталу, тем самым увеличивая его, а остальные эмиссионный доход - увеличивает собственные средства компании.

Чтобы контролировать динамику движения акций в период ожидаемой выплаты дивидендов, а также с целью получения курсового дохода, иногда сами публичные компании выкупают свои акции на финансовом рынке.

Таким образом, мы рассмотрели главные параметры публичных акционерных обществ, ценной бумаги «акция» и ее эмиссии и выяснили, что акция является очень выгодным инструментом привлечения инвестиций. Это эффективный источник дополнительных финансовых ресурсов и капитальных вложений. Эмиссия акций обладает заметными преимуществами перед другими средствами финансирования деятельности компании. Например,

привлеченные с помощью выпуска акций средства являются невозвратными, по ним нет необходимости выплачивать фиксированные процент за использование. Другими словами, компания перекладывает часть своих рисков на инвестора, что, безусловно, выгодно для компании. Но Россия сталкивается с неуверенностью и недоверием в отношении привлечения финансирования с финансовых рынков, ведь финансовый рынок в России явление относительно новое.

Итак, потенциальному инвестору очень важно уметь правильно подбирать публичную компанию для инвестирования в ее акции, а компании, в свою очередь, важно учиться использовать финансовый рынок, предоставляемую информацию, имидж работать на себя, тем самым повышая свою инвестиционную привлекательность.

Рассмотрим составляющие понятия «инвестиционная привлекательность». Так, привлекать - означает способность нравиться, то есть к слову «привлекательность» существует множество синонимов, например, заманчивость, интересность и т.д. Другая составляющая «инвестиции» — это финансовые вложения, а процедура инвестирования означает вложение денежных средств инвестора в избранные активы. Целевое назначение этого процесса – получение дохода от размещения денежных средств или получение еще больше денежных средств (по истечении определенного периода времени), чем при вложении. Таким образом, можно предположить, что инвестиционная привлекательность заключается в том, что инвесторам предоставляют интересные условия вложений денежных средств, а в дальнейшем инвестор с высокой вероятностью получит вложенные средства обратно, да еще и с дополнительной выручкой.

При обращении к научной литературе, можно заметить, что несмотря на такую высокую актуальность темы, понятие инвестиционная привлекательность не определена четко. Существует множество трактовок инвестиционной привлекательности. Поэтому, как представляется, делаем

вывод, что каждый отдельный современный инвестор самостоятельно и сам для себя определяет это понятие. Он ставит собственные цели, задачи и подходы при выборе объекта инвестирования.

Все же, абстрагируясь от существования различных типов инвесторов, различные рейтинговые агентства регулярно публикуют на своих сайтах информацию об инвестиционной привлекательности компаний. В основном для оценки привлекательности компаний рейтинговые агентства используют финансовую информацию о компаниях и рассчитывают ее финансовую стабильность и устойчивость. Понятия «инвестиционная привлекательность» и «финансовая устойчивость» не совсем корректно приравнивать друг к другу, так как первое очень широкое понятие: единого, общепринятого и бесспорного способа оценки инвестиционной привлекательности по оценкам экспертов до конца не выработано.

В реальности, инвестиционный анализ и оценка инвестиционной привлекательности компании – это одно из основных направлений экономического анализа. Поэтому данное понятие так активно обсуждают в научной литературе. Чтобы глубже разобраться и понять специфику инвестиционной привлекательности, рассмотрим, как высказываются авторы об этом понятии.

В ходе анализа литературы, выяснилось, что условно выделяют два основных подхода к оценке инвестиционной привлекательности – традиционный и комплексный. Традиционный подход формируют методы оценки финансового состояния, устойчивости и инвестиционной привлекательности компании, рекомендуемые утвержденными правительственными методическими указаниями, это как раз тот метод с помощью которого строят рейтинги компаний рейтинговые агентства. В российском действующем законодательстве много однотипных экономических показателей, рассчитанных на основе финансовой отчетности. Рассчитать показатели и дать оценку инвестиционной привлекательности

достаточно легко, однако традиционная методика обходит стороной качественные факторы, влияющие на инвестиционную привлекательность.

При комплексном подходе инвестиционной привлекательности аналитики прибегают к многокритериальной системе оценивания, которая включает не просто оценку финансового состояния компании, но и особенности формирования всех применяемых экономических показателей, применяя внеучетные данные о компании. Такая методика оценки обусловлена отраслевой диверсификацией компаний, различиями в корпоративной культуре, особенностями работы топ-менеджмента.

Независимо от подходов оценки, инвестиционная привлекательность используется, когда говорится об инвестициях в тот или иной объект, подбирая альтернативы эффективности размещения имеющихся свободных денежных средств.

Многие авторы, например, Каранина Е.В. и Вершинина Н.А., согласны, что инвестиционная привлекательность отражается в финансовом состоянии предприятия [6]. Разумеется, данный подход имеет место быть, но недостаточно раскрывает это понятие в широком смысле.

Так, например, Казакова О.Б. определяет инвестиционную привлекательность компании как «совокупность объективных признаков, свойств, средств и возможностей, обуславливающих возможный платежеспособный спрос в капиталовложения» [7]. Стоит заметить, что такое определение инвестиционной привлекательности лишено конкретики и имеет некоторую размытость суждения.

Объективно, более полное раскрытие исследуемого понятия дают в своей работе - Крылов Э. И., Егорова М.Г., Власова В.М., Журавкова И.В. [8]. Их определение звучит так «инвестиционная привлекательность – это независимые финансовые категории, характеризующейся не только лишь стабильностью финансового состояния компании, но и прибыльностью денежных средств, курсом акций и степенью выплаченных дивидендов». В

своих работах авторы также отмечают тот факт, что и другие качественные показатели хоть и косвенно, но влияют на привлекательность компании, это, например, ее конкурентоспособности продукта, клиентоориентированность, имидж компании и так далее. То есть, резюмируя, - данный подход подходит к определению понятия инвестиционная привлекательно более глобально, рассматривая ее с многих сторон, в том числе с точки зрения влияния качественных показателей.

Как же понять, какие именно факторы брать в расчет при анализе инвестиционной привлекательности, ведь качественных факторов, влияющих на привлекательность, объективно, огромное количество. Каждый инвестор выбирает для себя релевантные факторы влияния, но в целом, инвесторов можно подразделить по типу. Поэтому в рамках данного исследования логично будет разделить анализ инвестиционной привлекательности на две части. Во-первых, анализировать инвестиционную привлекательность можно с точки зрения долгосрочных вложений в финансовые инструменты компании, здесь применима типология стратегического инвестора, более консервативного. Во-вторых, инвестиционная привлекательность компании может также формироваться в краткосрочной перспективе. Краткосрочных инвесторов, в таком случае, будет привлекать то, насколько быстро инвестор получит деньги, возможно даже игнорируя риск. Речь идет об агрессивном инвесторе.

Не вызывает сомнений то, что при вложении собственных средств в акции компании на долгий срок (от года), потенциального инвестора будет в первую очередь волновать то, насколько финансово-устойчива компания, будет ли она вообще существовать через год. То есть, первостепенной задачей инвестора в этом случае выступает проведение оценки финансового состояния.

Однако для краткосрочного инвестора ситуация меняется в корне. Краткосрочного инвестора, в принципе, мало интересует финансовое

состояние компании, так как вряд ли компания в один миг может оказаться неплатежеспособной, предпосылки к этому формируются годами. Хотя, конечно, нельзя сказать, что инвестор и вовсе не интересуется финансовыми положениями дел в компании. Тем не менее, скажем, изменение рыночной стоимости акций, средний прирост их стоимости, дивидендных доход за период – вот то, что движет краткосрочным инвестором. В этой связи, потенциальный инвестор первым делом оценивает риск и доходность вложения, а также ликвидность акции.

Определение понятия – «инвестиционная привлекательность компании» у Крылова Э.И., Егоровой М.Г., Власовой В.М., Журавковой И.В. еще больше дополняется и приобретает применимость, если при оценке инвестиционной привлекательности использовать не абсолютные, а относительные показатели. Для того, чтобы определить финансовое состояние компании и сформировать вывод об инвестиционной привлекательности, следует сравнивать внутренние относительные финансовые показатели с компаниями конкурентами аналогичной отрасли. К данным коэффициентам относятся, например, ROE, ROA, P/E и другие. Эти показатели являются относительными, что позволяет использовать их для сравнения компаний между собой. Приверженцем такого метода оценки инвестиционной привлекательности является К.В. Щиборщ [9]. Такой способ оценки дает базу, возможность сравнения компаний-конкурентов. А учитывая, что понятие «инвестиционная привлекательность» относительно, такой способ оценки как нельзя кстати помогает оценить компанию с наилучшим инвестиционным климатом. В связи с этим оценку инвестиционной привлекательности целесообразно проводить в два этапа.

Таким образом, понятие «инвестиционная привлекательность» - относительно, и поэтому всегда предполагает базу сравнения. Например, мы можем сравнить привлекательность со среднеотраслевыми показателями, другими компаниями и другими нормативами.

В виду того, что в каждом понятии инвестиционной привлекательности предполагается, что на нее влияют различные факторы, поэтому единая классификационная группировка до настоящего времени не в полном объеме разработана, в связи с этим данная проблема является предметом дискуссий. В целом, считается, что на инвестиционную привлекательность влияют две группы факторов:

1. Возникающие в результате изменения внешне окружающей среды (или внешние). Это факторы, которые формируют инвестиционную привлекательность страны, региона и отрасли.

2. Возникающие в силу изменения внутренней среды компании (или внутренние). Внутренние факторы тесно связаны с производственно-финансовой деятельностью компании. Эта группа факторов, в свою очередь, включает пять подгрупп: финансовое состояние компании, деловая репутация, качество топ-менеджмента, ресурсный потенциал и инновационная деятельность.

Одной из главных проблем оценки инвестиционной привлекательности компаний отрасли является выбор методики расчета. По оценкам экспертов единого верного подхода к измерению инвестиционной привлекательности не существует. Каждый отдельно взятый инвестор трактует данное понятие по-своему, но чаще всего для анализа привлекательности компании инвесторы прибегают к анализу финансового состояния. Тем не менее, финансовое состояние компании – это один из факторов, влияющих на инвестиционную привлекательность, а получить более обстоятельную и точную оценку инвестиционной привлекательности компании можно только при привлечении большего количества влияющих факторов. Однако, чтобы результаты получились обстоятельными и тщательными, необходимо исследовать привлекательность компании более подробно, то есть привлекать больше влияющих факторов для расчета.

Рассмотрим основные подходы к анализу и оценке инвестиционной привлекательности [10].

1. Рыночный подход

При проведении оценки инвестиционной привлекательности можно использовать внешнюю информацию о компании как основу. Такой подход и получил название рыночный. Данный подход применим только для оценки привлекательности публичных акционерных обществ, так как, используя рыночный метод, инвестор будет следить за колебанием рыночной цены акций компании (технический анализ), а также рассчитывать мультипликаторы (фундаментальный анализ). К таковым относятся показатели: DY, P/E, P/S, P/BV - это основные относительные показатели, используемые в рыночном подходе. Стоит оговориться, что оценка компании по рыночным характеристикам применяется в основном агрессивными инвесторами [11].

Подробнее остановимся на показателях рыночного подхода к оценке инвестиционной привлекательности российских нефтегазовых компаний [12]. Дивидендный доход, Dividend Yield (DY) – это доход (в процентах за период владения – с даты расчета доходности до даты фактической выплаты дивидендов), приходящийся на каждый рубль инвестиций в обыкновенную или привилегированную акцию от выплаты дивидендов эмитентом такой акции [13]. Дивидендная доходность рассчитывается делением дивиденда на акцию на цену акции [14]. Коэффициент характеризует инвестиционную политику компании и отражает долю чистой прибыли, распределенную между акционерами в виде дивидендов [15].

Уже долгое время, очень популярным показателем является коэффициент цены акции деленной на прибыль компании после выплаты налогов и процентов. Английское название данного показателя - price-earnings ratio или P/E. Кроме описанного выше подхода, получить коэффициент P/E можно, разделив рыночную капитализацию компании на ее чистую прибыль за определенный период времени. Как интерпретировать высокий показатель

P/E? Значение коэффициента будет показывать количество лет, в течение которых инвестиция окупится за счет будущих доходов компании. Помимо всего прочего, большая цифра при расчете этого коэффициента дает сигнал о раздутой стоимости акций при одновременно невысоких прибылях компании, или же сигнализирует о низких доходах компании при адекватной оценке стоимости ее акций. При большом показателе P/E компания переоценена на рынке. Нормативного значения для показателя нет. Чтобы узнать о переоцененности/недооцененности акций компании, показатель P/E сравнивают в рамках одного сектора, одной отрасли, одного рынка.

Похожий на показатель P/E, коэффициент P/S (price-sales ratio) отражает, как много готовы инвесторы платить за долю выручки на одну акцию. Соответственно, когда мультипликатор меньше единицы – стоимость компании меньше, чем выручка компании за год. В таком случае, акции компании считаются дешевыми, если же ситуация противоположная – дорогими. Негативная сторона данного показателя кроется в знаменателе, имеется в виду, что весомая выручка еще не гарантирует, что прибыль компании будет также высока.

В данной группе показателей есть еще один - P/BV. Рассчитывается коэффициент почти аналогично предыдущим, отличается лишь знаменателем, здесь в знаменателе - балансовая стоимость активов. Такой мультипликатор сравнивает рыночную стоимость акции компании и размер ее собственных активов. Как интерпретировать этот показатель? Если, скажем, P/BV равен 1,5, это значит, что рыночная цена акции больше собственных активов компании в 1,5 раза, другими словами, акции компании переоценены, они стоят больше, чем есть их адекватная цена. Таким образом, для инвесторов более предпочтительна ситуация, когда показатель низкий, так как, потенциально, компания имеет хорошие перспективы роста рыночной стоимости [16].

Инвестиционная привлекательность публичной компании зависит от колебаний стоимости акций в том числе. Очевидно, цены акций на рынке

ценных бумаг, как и на любом другом рынке, формируются исходя из соотношения предложения и спроса. Таким образом, на баланс спроса и предложения потенциально влияют сотни факторов. Из очевидного: демонстрация компанией положительных показателей деятельности в отчетности, вероятно приведет к увеличению стоимости компании, через увеличение цены акций на бирже. С отрицательной стороны, плохие новости о компании, или даже случайно попавшие в сеть неприятные слухи о компании, вероятно, обеспечат падение цены акции, уменьшив стоимость компании в конечном итоге. Еще одна ситуация: например, на руководство компании подали в суд, спрос на акции компании снизился, никто не хочет долю в компании, если топ-менеджмент действует некорректно и пренебрежительно в отношении бизнеса. Можно предположить, что курс акций компании – это «визитная карточка» компании, которая показывает, насколько компании хороша для инвестиций.

Почему рыночный подход? Несомненное преимущество подхода выражается в способности учитывать влияние всех факторов и отражать это в динамике котировок акций. Текущая рыночная стоимость и ее изменение во времени может являться подсказкой инвестору для выявления возможных тенденций роста и получения дохода в будущем.

К недостаткам подхода можно отнести неприменимость этого метода для компаний, чьи акции не обращаются на бирже, однако в рамках данного исследования этот недостаток не будет иметь эффекта, так как рассматривается инвестиционная привлекательность публичных компаний. Рыночный подход наиболее популярен в кругах инвесторов (акционеров), с его помощью инвесторы могут рассчитать свой доход от вложения средств, экстраполируя ретроспективное значение прибыли на будущие периоды. Но стоит отметить и важность рыночного подхода на практике для применения компаниями, а конкретным компаниям иногда полезно вставать на место инвестора и оценивать инвестиционную привлекательность с его точки зрения.

Рекомендуется ежедневно сравнивать динамику цен акций в процентном увеличении (или снижении) по сравнению с компаниями-конкурентами. Такие действия могут в один момент привести компанию на правильный путь повышения инвестиционной привлекательности.

2. Бухгалтерский подход

В отличие от рыночного подхода, который опирается на внешнюю информацию, бухгалтерский подход основан на анализе внутренней информации о компании. Финансовое состояние компании определяется на основе данных бухгалтерской отчетности. Есть определенный свод показателей, традиционно характеризующих финансовое положение компании и ее устойчивость. К таковым относятся:

- а) показатели структуры капитала (финансовой устойчивости);
- б) показатели ликвидности компании;
- в) показатели платежеспособности компании и ее кредитоспособности.

Оценка инвестиционной привлекательности компании на основе финансовых показателей осуществляется путем анализа финансового состояния компании при помощи системы финансовых коэффициентов, характеризующих структуру капитала, ликвидность, рентабельность и деловую активность. Вся информация для такой экспресс-оценки берется из отчетности компании, поэтому ее так легко оценить, ведь компания публичная обязана публиковать свою отчетность в свободном доступе [17].

Отсюда вытекает преимущество данного метода оценки - общедоступность данных для проведения оценки инвестиционной привлекательности. Иногда положение компании может отличаться от цифр, рассчитанных по финансовой отчетности, это происходит потому, что данные отражают финансовую ситуацию компании только на определенные моменты, в целом за год, при этом не учитываются события, происходящие, в компании в межотчетный период. Кроме этого, можно сказать, что данный подход

делает эквивалентными понятия «финансовое состояние» и «инвестиционная привлекательность», что является не совсем корректным.

3. Комбинированный подход

Уже из названия следует, что данный подход является смешением других, а именно - рыночного и бухгалтерского. Комбинированный подход старается свести всю систему значимых для инвестора показателей в единый интегральный показатель инвестиционной привлекательности. Почему «старается»? Потому что все опять же упирается в субъективность каждого инвестора, и для каждого интегральный показатель будет принимать совершенно различные значения.

Данный подход существенно отличается от предыдущих наличием качественных показателей в расчетах инвестиционной привлекательности. Комбинированный подход утверждает, что качественные показатели не менее важны, чем финансово-экономические показатели. Посчитать количество таких показателей сложно, из наиболее очевидных это: состояние топ-менеджмента компании, уровень корпоративного управления, соблюдение этики компании, информационная прозрачность и открытость компании [18].

Преимущество подхода – всесторонний учет факторов влияния, но из этого очевидного достоинства вытекает существенный недостаток - трудоемкость и долговременность расчетов, и трудности в подборе информации, релевантной и необходимой для расчетов.

Но ответом на любые изменения качественных показателей может служить изменение курса акций компании, и исходя из вышеизложенного, методологию определения инвестиционной привлекательности необходимо рассматривать как многофакторную модель, состоящую не только из анализа ключевых финансовых показателей, но и ряда рыночных показателей, в которых заключается реакция на качественных факторы, влияющие на инвестиционную привлекательность.

Таким образом, важно отметить, что у разных типов инвесторов абсолютно различные стремления в выборе акций компании как объекта инвестирования. Поэтому, корректным будет деление анализа инвестиционной привлекательности компании на составляющие. Первая составляющая – это анализ инвестиционной привлекательности долгосрочных инвестиций в акции эмитента (для стратегических инвесторов), а для этого больше применим бухгалтерский подход к оценке инвестиционной привлекательности. Вторая составляющая – это анализ краткосрочных вложений в акции (краткосрочный инвестор), чему соответствует рыночный подход.

Статья выполнена при финансовой поддержке Российского фонда фундаментальных исследований (РФФИ) – Договор № 18-010-01061/19 по проекту: «Моделирование стратегии инновационного развития и импортозамещения нефтегазового комплекса России в контексте экономической безопасности».

Список литературы

1. Иванов В.А., Авакян К.Г. Сравнительный анализ методик оценки инвестиционной привлекательности предприятия // Вестник Удмуртского университета, 2017. №3. С. 22-28.
2. Балашов Е.Л, Николаевский И.Н. Первичное размещение ценных бумаг как инструмент привлечения инвестиций для развития бизнеса // Проблемы экономики и менеджмента, 2015. № 6(46). С. 118–123.
3. Кирьянова В.В. Трансакционные издержки при выводе компании на IPO // Вестник Казанского технологического университета, 2017. № 5. С.174-177.
4. Фролова В.Б. Стратегические ориентиры принятия решения по Initial Public Offering // Концепт, 2015. №10 (октябрь). С. 121–125.
5. Маковецкий М.Ю. Акционерное финансирование как механизм привлечения инвестиций корпорациями // Актуальные проблемы гуманитарных и естественных наук, 2014. №8 (2). С. 56-59.

6. Каранина Е.В., Вершинина Н.А. Совершенствование методологии оценки и обеспечения инвестиционной привлекательности предприятия с учетом рискованного подхода // Экономика и управление: проблемы, решения, 2015. № 12. С. 175-181.
7. Казакова О. Б. Бизнес-планирование и инвестиционное проектирование [Текст]: учебное пособие. - Уфа: РИЦ БашГУ, 2018. С. 38.
8. Крылов Э. И., Власова В. М., Егорова М. Г., Журавкова И. В. Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности предприятия. – М.: Финансы и статистика, 2003. С. 51-53.
9. Щиборщ К.В. Оценка инвестиционной привлекательности предприятий // Банковские Технологии. 2000. №4. С. 32-36.
10. Пригоровский С.С. Основные методы анализа инвестиционной привлекательности // Бухгалтерский учет, внутренний контроль и анализ: перспективы развития в условиях информационно-цифрового пространства сборник научных трудов под редакцией В.В. Плотниковой, 2018, С.64-69.
11. Печенова Е.А. Теоретические аспекты анализа инвестиционной привлекательности акций банка // Вестник ИЭАУ, 2017. №17. С.17.
12. Гапоненко В.Ф., Алабердеев Р.Р. Моделирование стратегии инновационного развития и импортозамещения нефтегазового комплекса России // The mechanism of economic and legal national security: experience, problems and prospects. Materials of scientific-practical conference. - London, LSP, 2016. PP.58-66.
13. Гапоненко В.Ф. Проблемы формирования эффективной дивидендной политики в российских публичных компаниях в современных условиях. Материалы III - ей международной научно-практической конференции «Финансовая стратегия предприятий в условиях нестабильности экономики» (28 марта 2019 г.) / Под ред. профессора Якутина Ю.В. – М.: Академия менеджмента и бизнес-администрирования, 2019. С. 54-58.
14. Gaponenko V.F., Zhukova O.I, Alaberdeev R.R., Kilyskhanov Kh.Sh, Teterina E.A. Investment and Dividend Policy of Oil and Gas and other Russian Companies: Financial Aspect: Journal of Reviews on Global Economics, 2018. 11. PP. 812-824.
15. Алиева В.Р. Сравнительный анализ дивидендной политики российских нефтегазовых компаний // Интерэкспо Гео-Сибирь, 2017. № 1. С. 311-313.

16. Когденко В.Г. Фундаментальный анализ компании: особенности и ключевые индикаторы// Дайджест-финансы, 2014. №4 (232). С.2-15.
17. Сухина Н.Ю., Баданин Э.М., Ибрагимова З.М. Совершенствование подходов к оценке инвестиционной привлекательности коммерческих организаций // Актуальные вопросы права, экономики и управления: сборник статей IV Международной научно-практической конференции. 2016. С. 94-97.
18. Мелай Е.А., Сергеева А.В. Подходы к оценке инвестиционной привлекательности организации: сравнительный анализ // Известия Тульского государственного университета. Экономические и юридические науки. 2015, С. 80 – 91.

References

1. Ivanov, V.A. & Avakyan, K.G. (2017). Sravnitel'nyy analiz metodik otsenki investitsionnoy privlekatel'nosti predpriyatiya [Comparative analysis of methods for assessing the investment attractiveness of the enterprise]. *Vestnik Udmurtskogo universiteta*, (3), 22-28.
2. Balashov, E.L. and Nikolaevskiy, I.N. (2015). Pervichnoe razmeshchenie tsennykh bumag kak instrument privlecheniya investitsiy dlya razvitiya biznesa [Primary placement of securities as a tool to attract investment for business development]. *Problemy ekonomiki i menedzhmenta*, 6(46), 118–123.
3. Kir'yanova, V.V. (2017). Transaktsionnye izderzhki pri vyvode kompanii na IPO [Transactional costs at the conclusion of the company on IPO]. *Vestnik Kazanskogo tekhnologicheskogo universiteta* (5), 174-177.
4. Frolova, V.B. (2015). Strategicheskie orientiry prinyatiya resheniya po Initial Public Offering [Strategic guidelines for decision - making on Initial Public Offering]. *Kontsept*, (10) (october), 121–125.
5. Makovetskiy, M.Yu. (2014). Aktsionernoe finansirovanie kak mekhanizm privlecheniya investitsiy korporatsiyami [Joint-Stock financing as a mechanism for attracting investments by corporations]. *Aktual'nye problemy gumanitarnykh i estestvennykh nauk*, 8 (2), 56-59.
6. Karanina, E.V. and Vershinina, N.A. (2015). Sovershenstvovanie metodologii otsenki i obespecheniya investitsionnoy privlekatel'nosti predpriyatiya s uchetom

riskovogo podkhoda [Improving the methodology for assessing and ensuring the investment attractiveness of the enterprise taking into account the risk approach]. *Ekonomika i upravlenie: problemy, resheniya*, (12), 175-181.

7. Kazakova, O.B. (2018). *Biznes-planirovanie i investitsionnoe proektirovanie: uchebnoe posobie* [Business planning and investment design]. Ufa: RITs BashGU, p. 38.

8. Krylov, E.I., Vlasova, V.M., Egorova, M.G., and Zhuravkova I.V. (2003). *Analiz finansovogo sostoyaniya i investitsionnoy privlekatel'nosti predpriyatiya* [Analysis of the financial condition and investment attractiveness of the enterprise]. Moscow: Finansy i statistika, p. 51-53.

9. Shchiborshch, K.V. (2000). Otsenka investitsionnoy privlekatel'nosti predpriyatiy [Assessment of investment attractiveness of enterprises]. *Bankovskie Tekhnologii* (4), 32-36.

10. Prigorovskiy, S.S. (2018). *Osnovnye metody analiza investitsionnoy privlekatel'nosti. Bukhgalterskiy uchët, vnutrenniy kontrol' i analiz: perspektivy razvitiya v usloviyakh informatsionno-tsifrovogo prostranstva, sbornik nauchnykh trudov pod redaktsiey V.V. Plotnikovoy* [Basic methods of analysis of investment attractiveness. Accounting, internal control and analysis: prospects of development in the conditions of information and digital space. Collection of scientific papers edited by V.V. Plotnikov], pp. 64-69.

11. Pechenova, E.A. (2017). Teoreticheskie aspekty analiza investitsionnoy privlekatel'nosti aktsiy banka [Theoretical aspects of the analysis of investment attractiveness of Bank shares]. *Vestnik IEAU* (17), 17.

12. Gaponenko, V.F. & Alaberdeev, R.R. (2016). Modelirovanie strategii innovatsionnogo razvitiya i importozameshcheniya neftegazovogo kompleksa Rossii. *The mechanism of economic and legal national security: experience, problems and prospects. Materials of scientific-practical conference*. London: LSP. pp. 58-66.

13. Gaponenko V.F. (2019). Problemy formirovaniya effektivnoy dividendnoy politiki v rossiyskikh publichnykh kompaniyakh v sovremennykh usloviyakh. *Materialy III - ey mezhdunarodnoy nauchno-prakticheskoy konferentsii «Finansovaya strategiya predpriyatiy v usloviyakh nestabil'nosti ekonomiki» (28 marta 2019 g.)*, Pod red. professora Yakutina Yu.V. [Problems of formation of effective dividend policy in Russian public companies in modern conditions. Materials of the III international scientific-practical conference "Financial strategy

of enterprises in the conditions of economic instability" (March 28, 2019), ed. by Professor Yakutin Yu.V.]. Moscow: Akademiya menedzhmenta i biznes-administrirovaniya, pp. 54-58.

14. Gaponenko, V.F., Zhukova, O.I., Alaberdeev, R.R., Kilyskhanov, Kh.Sh, & Teterina E.A. (2018). Investment and Dividend Policy of Oil and Gas and other Russian Companies: Financial Aspect. *Journal of Reviews on Global Economics* (11), 812-824.

15. Alieva, V.R. (2017). Sravnitel'nyy analiz dividendnoy politiki rossiyskikh neftegazovykh kompaniy [Comparative analysis of dividend policy of Russian oil and gas companies]. *Interekspo Geo-Sibir'*, (1), 311-313.

16. Kogdenko V.G. (2014). Fundamental'nyy analiz kompanii: osobennosti i klyuchevye indicatory [Fundamental analysis of the company: features and key indicators]. *Daydzhest-finansy* 4(232), 2-15.

17. Sukhina, N.Yu., Badanin, E.M., and Ibragimova, Z.M. (2016). Sovershenstvovanie podkhodov k otsenke investitsionnoy privlekatel'nosti kommercheskikh organizatsiy. *Aktual'nye voprosy prava, ekonomiki i upravleniya: sbornik statey IV Mezhdunarodnoy nauchno-prakticheskoy konferentsii* [Improvement of approaches to assessment of investment attractiveness of commercial organizations. Topical issues of law, Economics and management: collection of articles of the IV International scientific and practical conference]. pp. 94-97.

18. Melay, E.A. & Sergeeva, A.V. (2015). Podkhody k otsenke investitsionnoy privlekatel'nosti organizatsii: sravnitel'nyy analiz [Approaches to assessment of investment attractiveness of the organization: a comparative analysis]. *Izvestiya Tul'skogo gosudarstvennogo universiteta. Ekonomicheskie i yuridicheskie nauki*. pp. 80 – 91.