

Интернет-журнал «Науковедение» ISSN 2223-5167 <http://naukovedenie.ru/>

Том 8, №6 (2016) <http://naukovedenie.ru/vol8-6.php>

URL статьи: <http://naukovedenie.ru/PDF/07EVN616.pdf>

Статья опубликована 01.11.2016

Ссылка для цитирования этой статьи:

Лебедева О.Ю., Евсеенко В.В. Экономический анализ роли запасов полезных ископаемых в формировании инвестиционной привлекательности золотодобывающих компаний // Интернет-журнал «НАУКОВЕДЕНИЕ» Том 8, №6 (2016) <http://naukovedenie.ru/PDF/07EVN616.pdf> (доступ свободный). Загл. с экрана. Яз. рус., англ.

УДК 338.4

Лебедева Олеся Юрьевна

ФГБОУ ВО «Санкт-Петербургский горный университет», Россия, Санкт-Петербург¹
Доцент кафедры «Экономики, учета и финансов»
Кандидат экономических наук
E-mail: ole_spmi@mail.ru
РИНЦ: http://elibrary.ru/author_profile.asp?id=758116

Евсеенко Виолетта Валентиновна

ФГБОУ ВО «Санкт-Петербургский горный университет», Россия, Санкт-Петербург
Аспирант кафедры «Экономики, учета и финансов»
E-mail: vitalvioletta92@mail.ru

Экономический анализ роли запасов полезных ископаемых в формировании инвестиционной привлекательности золотодобывающих компаний

Аннотация. Рыночную стоимость компании целесообразно оценивать через призму ее инвестиционной привлекательности. В работе показано, что инвестиционная привлекательность золотодобывающих компаний зависит во многом от качественных, количественных и стоимостных характеристик таких специфических активов, как запасы и ресурсы полезных ископаемых. Авторами систематизированы факторы и предложены критерии и показатели оценки инвестиционной привлекательности золотодобывающих компаний. В трехуровневой системе факторов инвестиционной привлекательности – внешних, отраслевых и специфических – подчеркивается роль менеджмента компаний в управлении производственными активами и потенциалом, а также финансовыми ресурсами. Предложенная авторами система показателей инвестиционной привлекательности добывающих компаний базируется на двух критериях – способности активов обеспечивать текущий и перспективный доход инвесторам. Особое внимание уделено роли минерально-ресурсного потенциала в формировании инвестиционной привлекательности предприятий. На примере шести зарубежных и российских золотодобывающих компаний авторами установлены количественные взаимосвязи между стоимостью запасов и ресурсов полезных ископаемых и капитализацией. Результаты корреляционного анализа позволили сделать вывод о том, что сила влияния стоимости минеральных активов на рыночную стоимость акций компании тем выше, чем более стабильным является финансовое положение компаний, и чем выше доля стратегических инвесторов в структуре собственного капитала. В компаниях с существенной долей заемных источников финансирования, размытой структурой капитала и

¹ 199106, Россия, Санкт-Петербург, 21-ая линия, д. 2

нестабильной величиной прибыли на первый план выходят факторы, характеризующие долговую нагрузку и способность компаний обеспечивать регулярный текущий доход.

Ключевые слова: ресурсы и запасы полезных ископаемых; инвестиционная привлекательность; минерально-сырьевой потенциал; золотодобывающие компании; рыночная стоимость; стоимостная оценка минеральных активов; факторы инвестиционной привлекательности

Постановка проблемы

Инвестиционная привлекательность горнодобывающих компаний зависит во многом от качественных, количественных и стоимостных характеристик ее специфических активов – запасов и ресурсов полезных ископаемых. При наличии некоторых различий в методических подходах к определению инвестиционной привлекательности разных по природе объектов (отдельных проектов, их портфелей, активов компании в виде ценных бумаг и компании в целом) общим остается следующий базовый принцип: оценивая их инвестиционную привлекательность, инвесторы исходят из соотношения справедливой («внутренней») стоимости объекта, текущей рыночной цены и возможности роста стоимости активов в будущем.

Принципиальное наличие связи между стоимостью запасов и ресурсов полезных ископаемых и стоимостью горнодобывающих компаний признается многими экспертами, однако, помимо качественного анализа, целесообразно получить формализованные оценки степени их взаимного влияния. Интерес представляют не столько количественные оценки сами по себе, сколько возможность дальнейшего их применения, в частности, при обосновании параметров геологической оценки запасов и выборе технико-экономической модели их отработки.

Обзор литературы

Устойчивое развитие компаний принято связывать с активизацией инвестиционного процесса, направленного на формирование производственного потенциала организации, использование финансовых инструментов и обеспечение научно-технических разработок, способствующих развитию производства, росту стоимости компании и модернизации промышленности.

Обобщая различные трактовки понятия «инвестиции» и опираясь на международные стандарты финансовой отчетности, можно заключить, что инвестиции (от лат. *investire* – облачать) представляют собой вложение временно свободного капитала в объекты предпринимательской или иной деятельности с целью его сохранения, получения различного рода доходов (в форме процента, дивиденда и арендной платы), прироста его стоимости или достижения положительного социального эффекта [14].

Необходимым условием притока инвестиций является инвестиционная привлекательность компании. Понятие это представляет собой весьма абстрактную субъективную категорию, появившуюся в экономических публикациях относительно недавно и используемую преимущественно при характеристике и оценке объектов инвестирования, рейтинговых сопоставлениях или сравнительном анализе производственных процессов. Исследование различных точек зрения на его трактовку позволило установить, что в современных представлениях нет единого подхода к определению сущности этой экономической категории. Основные варианты определения термина «инвестиционная привлекательность» и их краткая характеристика представлены в табл. 1.

Взгляды современных ученых на оценку и анализ инвестиционной привлекательности предприятия можно условно разделить на два подхода: традиционный и комплексный.

Под традиционным подходом в данном случае понимается использование традиционных методов и показателей оценки финансового состояния и инвестиционной привлекательности предприятия, рекомендуемых методическими указаниями, утвержденными соответствующими органами власти. Например, российский традиционный подход базируется на использовании большого количества однотипных показателей, рассчитанных на основе финансовой отчетности компаний. Такая методика не предполагает учет рыночных факторов развития экономики (степень конкуренции на отдельно взятом рынке, число предприятий данной отрасли и т.п.) [10].

Таблица 1

Анализ основных подходов к определению инвестиционной привлекательности

| Источник/Автор | Суть термина «инвестиционная привлекательность» | Преимущества/недостатки подхода |
|---|---|---|
| Традиционный подход | Отражение предпочтений инвестора в выборе объекта инвестирования [1] | Статичность категории, не учитывает возможность изменения условий |
| Г.Л. Игольников | Целесообразность инвестирования в зависимости от факторов, характеризующих деятельность субъекта [6] | Учитывает риски и доходность, возможность выбора факторов влияния |
| Л. Валинурова, О. Казакова | Совокупность признаков и свойств, обуславливающих потенциальный платежеспособный спрос на инвестиции [2] | Учитывает интересы всех участников инвестиционного процесса |
| Постановление Правительства Москвы от 24.02.2010 N 161-ПП | Интегральная характеристика объектов инвестирования с позиций их перспективного развития, доходности инвестиций и уровня инвестиционных рисков | Учитывает перспективы развития и рисковую составляющую |
| Л. Гиляровская, В. Власова, Э. Крылов | Эффективность использования собственного и заемного капитала, платежеспособность, ликвидность [9] | Узкий экономический подход (учитывает только финансовые факторы) |
| Т.Н. Матвеев | Комплексный показатель, характеризующий целесообразность инвестирования [11] | Комплексность подхода (учет множества факторов) |
| М.Н. Крейнина | Показатель, характеризующий ожидания инвесторов (доходность капитала, курс акций, уровень дивидендов) [8] | Динамичность подхода |
| И.С. Крадинов | Система экономических отношений по поводу эффективности развития бизнеса и поддержания его конкурентоспособности на основе привлечения капитала [7] | |
| Н.Н. Симоненко | Наличие экономического эффекта при минимальном уровне риска [13] | Учитывает показатели рыночной активности |

Источник: таблица составлена авторами по данным источников [1-2, 6-9, 11, 13]

Сущность комплексного подхода к определению уровня инвестиционной привлекательности компании заключается в использовании целой системы критериев, которая также основана на показателях полного комплекта финансовой отчетности, однако, помимо этого, учитывает особенности формирования применяемых экономических показателей и такие факторы, как конъюнктура рынка, деловая репутация акционеров компании, уровень преступности в регионе и пр. [1]. Иными словами, степень охвата различных критериев и факторов, влияющих на принятие решения об инвестировании, значительно увеличивается.

Таким образом, инвестиционная привлекательность предприятия с точки зрения комплексного подхода складывается из двух составляющих: совокупности его внутренних

характеристик (производственной, коммерческой, финансовой и управленческой деятельности) и характеристик инвестиционного климата. Совокупное их влияние и обуславливает целесообразность осуществления инвестиций в ту или иную компанию.

Оценивая инвестиционную привлекательность компании, не следует отождествлять это понятие с уровнем экономического развития, поскольку последнее дает статичную картину текущего положения компании. Инвестиционная привлекательность, напротив, позволяет взять во внимание перспективы дальнейшего развития компании, оценка которых базируется на соотношении ожидаемых показателей доходности и инвестиционного риска [4].

При наличии различий в методологии определения инвестиционной привлекательности различных объектов (отдельных проектов, их портфелей, активов компании в виде ценных бумаг и компании в целом) общим остается базовый принцип: инвестиционная привлекательность характеризуется соотношением справедливой («внутренней») стоимости активов и их текущей рыночной цены, а также возможностью роста стоимости активов в будущем.

Результаты исследования

Поскольку авторами было принято решение придерживаться комплексного подхода к определению инвестиционной привлекательности компании, возникает необходимость раскрыть и систематизировать перечень факторов, оказывающих прямое и опосредованное влияние на уровень данного показателя.

Классификация факторов инвестиционной привлекательности золотодобывающих компаний

Исходя из того, что функционирование любой социально-экономической системы (в частности, предприятия) происходит в условиях сложного взаимодействия комплекса внутренних и внешних факторов, факторы инвестиционной привлекательности предприятия можно также условно разделить на внешние и внутренние (рис. 1).

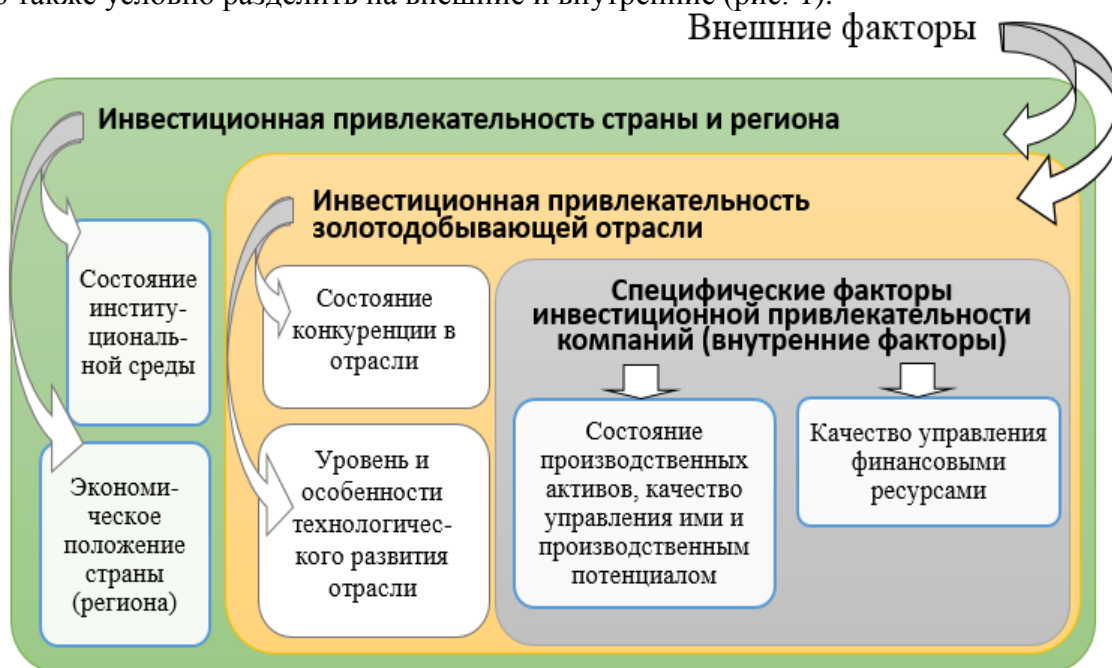


Рисунок 1. Группировка факторов, влияющих на инвестиционную привлекательность золотодобывающих компаний (источник: разработано авторами)

Инвестиционная привлекательность является основой развития не только предприятия, но и отрасли, региона и страны в целом. Так, инвестиционная привлекательность страны, региона и отрасли оказывают косвенное влияние на инвестиционную привлекательность компаний и относится к группе внешних факторов. Разумеется, перечень внешних факторов является очень обширным, однако укрупненно все то, что определяет инвестиционную привлекательность страны (региона), а, следовательно, и компаний, работающих в них, можно свести к двум группам:

1. факторы, отражающие состояние институциональной среды;
2. факторы, характеризующие состояние экономики страны (региона) в целом.

Инвестиционную привлекательность отрасли можно охарактеризовать как совокупность специфических внутренних и внешних факторов для данной отрасли, ее финансовых показателей, возможностей снижения отраслевых рисков, а также прогноза тенденций ее развития, которые позволяют привлечь инвестора с определенными целями. Анализ отрасли помогает выявить место и роль предприятия в ней, оценить риски, характерные для предприятий этой отрасли.

Несмотря на то, что внешние факторы оказывают косвенное влияние на инвестиционную привлекательность отдельно взятых компаний, это воздействие нельзя недооценивать. Чем интенсивнее развивается экономика страны, чем совершеннее действующие правовые и рыночные механизмы, чем активнее растет спрос на продукцию отрасли, тем выше интерес инвесторов к компаниям.

Однако важно понимать, что влияние внешних факторов в равной степени сказывается на деятельности и инвестиционной привлекательности всех предприятий отрасли, и компании не имеют непосредственных рычагов воздействия на них.

В этой связи гораздо большее значение приобретает анализ и оценка влияния факторов внутренних, специфических для компаний. Именно они оказывают прямое воздействие на инвестиционную привлекательность компании и находятся под контролем менеджеров (в различной степени). Перечень внутренних факторов обширен, выбор наиболее существенных из них зависит от предпочтений и целей инвестора.

В различных источниках в качестве самых важных выделяют четыре группы факторов: финансовые, производственные, управленческие и рыночные. Их конкретизацию можно схематично представить следующим образом (рис. 2).

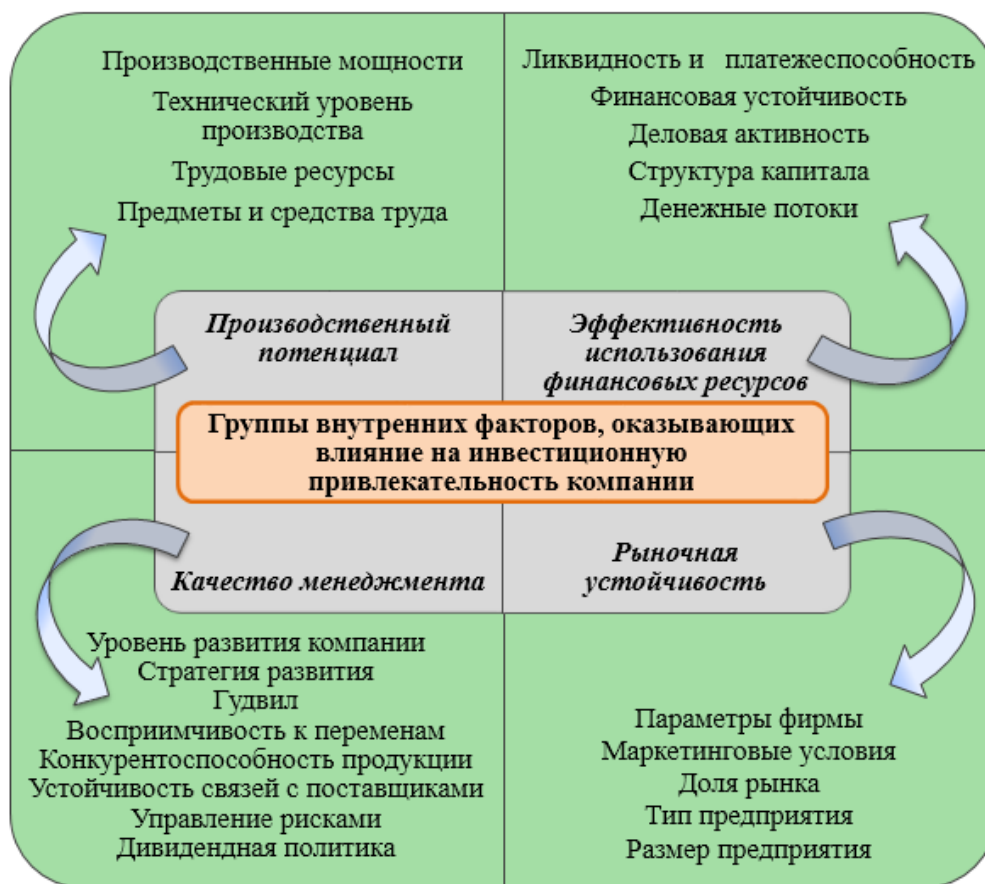


Рисунок 2. Внутренние факторы, влияющие на инвестиционную привлекательность компаний (источник: составлено авторами на основе источников [1-2, 4, 6-12, 14])

Производственный потенциал показывает эффективность использования производственных ресурсов, имеющихся в распоряжении компании. Поскольку капитал начинает работать только после перехода в производственную форму, анализ производственного потенциала компании должен быть обязательным этапом оценки инвестиционной привлекательности компании. К сожалению, на сегодняшний день, он практически не учитывается инвесторами и кредиторами. Более того, частью производственного потенциала являются кадровая составляющая и уровень организации производства, влияние которых очень сложно оценить количественно, но без которых невозможно функционирование производственных активов.

Финансовые ресурсы предприятия и эффективность их использования отмечаются большинством ученых как значимый фактор инвестиционной привлекательности предприятия. Более того, финансовый анализ лежит в основе многих современных методик оценки инвестиционной привлекательности [12].

От качества менеджмента напрямую зависит дальнейшее стратегическое развитие фирмы. Этот фактор определяется наличием у компании стратегии развития и соответствия его работы этой стратегии, степенью оптимизации протекающих бизнес-процессов, наличием связей с поставщиками и потребителями, значимостью на рынке.

Рыночная устойчивость компании характеризуется, прежде всего, эффективностью ведения предприятием маркетинговой деятельности, оказывающей влияние на динамику его позиций на рынке, а также уровнем товарно-территориальной диверсификации, типом и размером предприятия. Доля рынка и размер предприятия оказывают непосредственное влияние на показатели инвестиционной привлекательности фирмы.

По большому счету, все специфические факторы, способные оказывать влияние на инвестиционную привлекательность золотодобывающей компании, отражают, с одной стороны, качество управления производственными активами и потенциалом (месторождениями, геологоразведочными работами, технологиями и техникой, инвестициями, оборотными активами, персоналом) и качество управления финансовыми ресурсами (денежными потоками, прибылью, структурой и ценой капитала).

Показатели инвестиционной привлекательности компании

Если упрощенно рассматривать инвестиционную привлекательность компании как ее относительную способность поддерживать интерес к своей деятельности со стороны существующих и потенциальных инвесторов, то интерес последних может выражаться в готовности финансировать реальные проекты, иницируемые компанией, в приобретении пакетов ее акций по курсу выше номинала, в покупке компании в целом как совокупности активов по цене, превышающей их балансовую стоимость.

Доход инвестора от владения акциями в общем случае складывается из дивидендных выплат и прироста курсовой стоимости ценных бумаг, поэтому, принимая решение о приобретении (продаже) акций эмитентов, потенциальные инвесторы руководствуются критериями, которые можно представить следующим образом (рис. 3):

1. способность компании обеспечить инвестору желаемый текущий доход;
2. ожидаемая способность компании обеспечивать инвестору доход в будущем.

Указанные критерии оценки инвестиционной привлекательности акций компании рассматриваются одновременно, однако, приоритетность их определяется инвесторами в зависимости от собственных целей (спекулятивных либо стратегических) и отношения к риску (от неприятия через нейтральное к абсолютной готовности рисковать).

Текущую доходность акций компании принято оценивать с помощью таких показателей, как величина прибыли на акцию и дивидендная доходность. Использование этих показателей лежит в основе двух подходов к инвестиционной оценке обыкновенных и привилегированных акций (модели Гордона, модели прибыли на акцию) и компании в целом (модель дисконтированных дивидендов). Показатели дивидендной доходности и прибыли на акцию позволяют оценить стабильность проводимой менеджментом политики выплат собственникам или политики реинвестирования.

Альтернативным подходом к оценке текущей инвестиционной привлекательности акций компании выступает модель свободных денежных потоков на собственный капитал, которая, по мнению специалистов, обеспечивает более качественную оценку стоимости, поскольку позволяет не только учитывать фактические дивидендные выплаты, но и определять потенциально возможный уровень выплат собственникам. Показателем соотношения реальных и потенциальных дивидендных выплат является коэффициент соответствия дивидендных выплат свободному денежному потоку на акции.

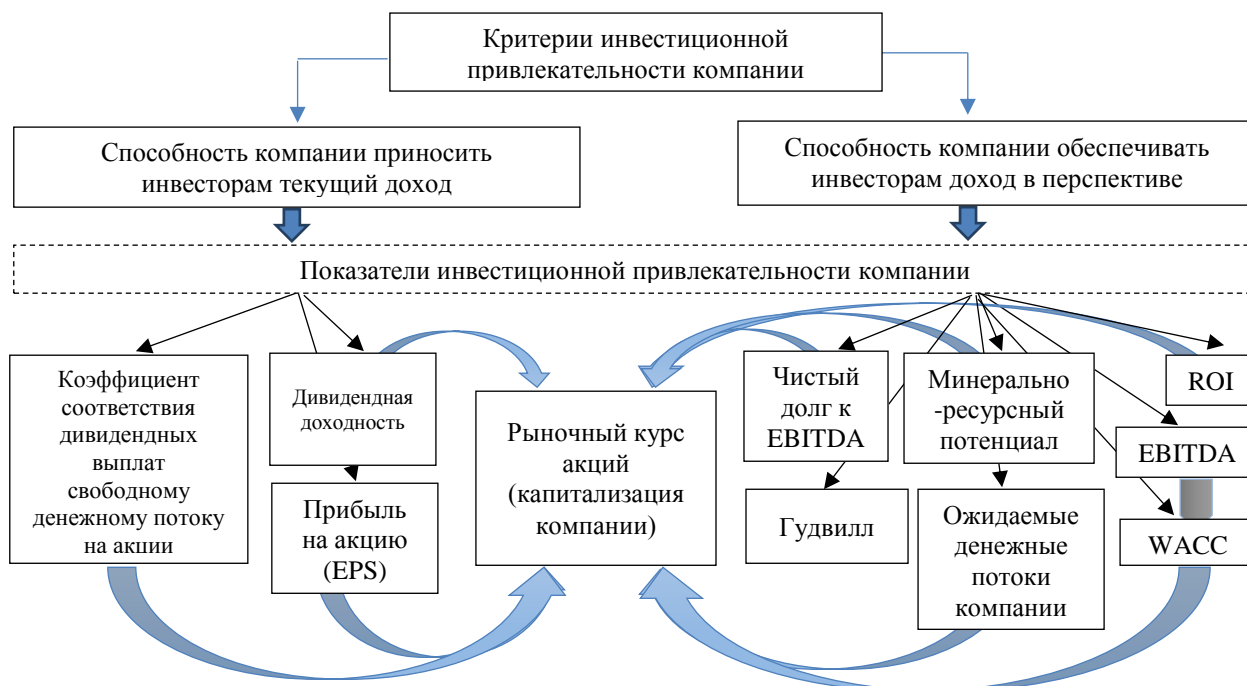


Рисунок 3. Критерии и показатели инвестиционной привлекательности акций горнодобывающей компании (источник: разработано авторами)

Для всех без исключения компаний принципиальным критерием инвестиционной привлекательности является наличие потенциала перспективного роста и развития. Его грани раскрываются в следующих показателях:

- 1) рентабельность капитальных вложений (Return on Investment, ROI) и коэффициент реинвестирования – характеризуют масштаб, интенсивность и результативность инвестиций компании;
- 2) прибыль до уплаты процентов и налогов (Earnings before Interest and Tax, EBIT), ожидаемые денежные потоки компании и гудвилл – отражают существующую и будущую способность активов компании генерировать денежные потоки;
- 3) чистый долг к величине операционной прибыли и средневзвешенная стоимость капитала (Weighted-Average Cost of Capital, WACC) – отражают уровень долговой нагрузки и регулярных затрат компании по обслуживанию капитала с учетом его структуры;
- 4) минерально-ресурсный потенциал – характеризует текущую и перспективную обеспеченность горнодобывающей компании важнейшим для ее производственной деятельности активом (запасами и ресурсами полезного ископаемого).

Ключевыми показателями инвестиционной привлекательности компании принято считать котировки ее акций и капитализацию. С одной стороны, очевидно: чем выше рыночный курс акций, тем оптимистичнее ожидания инвесторов относительно эффективности деятельности компании и ее перспектив, и наоборот. С другой стороны, рыночные котировки подвержены одновременному воздействию разнородных факторов, описанных выше, что делает невозможной однозначную трактовку динамики рыночных курсов и жесткое увязывание ее с показателями эффективности операционной деятельности компании.

Несколько лет назад эксперты компании PwC провели исследование, в результате которого была выявлена существенная разница между капитализацией крупнейших горнодобывающих компаний и стоимостью чистых активов по балансу². В отдельные периоды разница достигала огромного масштаба (чистые активы 40 крупнейших горнодобывающих компаний мира в 2007 году, к примеру, составляли лишь пятую часть их капитализации) и снижалась до двукратной величины в преддверии мирового кризиса (рис. 4).



Рисунок 4. Динамика чистых активов и капитализации 40 крупнейших горнодобывающих компаний мира (трлн долларов США) (источник: *Mine: the growing disconnect*. PwC, 2012)

Объяснить этот факт можно двумя причинами: 1) ожиданиями игроков рынка относительно перспективности реализуемых в добывающей промышленности проектов, 2) спекулятивной составляющей, или «игрой на ожиданиях», из-за которой динамика котировок не всегда согласуется с той экономической информацией, которая поступает на финансовый рынок [3]. Концепция информационной эффективности финансового рынка позволяет рассматривать изменение рыночных курсов ценных бумаг как реакцию инвесторов на общедоступную информацию о деятельности компаний (сведения из комплекта финансовой отчетности предприятий) и на прочие сигналы, посылаемые игрокам рынка.

В качестве сигнальной можно рассматривать информацию о динамике цен на реализуемую продукцию и тенденциях спроса на нее, об эффективности операционной деятельности компании, совершенных и планируемых сделках по приобретению активов и

² Mine: the growing disconnect. [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.pwc.com/ua/en/industry/metal_mining/assets/mine_2012_the_growing_disconnect_read_version.pdf (Дата обращения 15.08.2016).

условиях привлечении финансирования, а для горнодобывающих компаний – еще и сведения об изменении запасов и ресурсов полезных ископаемых.

Роль минерально-сырьевого потенциала компании в формировании ее инвестиционной привлекательности

Эксперты сходятся во мнении, что немаловажным источником инвестиционной привлекательности горнодобывающих компаний являются не столько материальные активы, сколько экономический «потенциал» разрабатываемых месторождений в виде запасов и ресурсов полезных ископаемых, которые играют доминирующую роль в формировании рыночной стоимости компании [5].

Представляется очевидным, что определенные активы горнодобывающей компании не представляют самостоятельной ценности в отрыве от той сырьевой базы, под которую они были сформированы (к примеру, специфические для добывающей отрасли основные средства в виде горных выработок, поверхностных комплексов, мощностей по переработке сырья и т.п.). Только часть недвижимого имущества может быть реализована как актив, востребованный рынком – в основном это относится к наиболее ликвидному оборудованию, а оценка остальных активов непосредственно зависит от стоимости запасов.

Потребность в оценке вклада запасов полезного ископаемого в стоимость предприятия возникает в следующих основных случаях:

- при планировании сделок по слиянию и поглощению для формирования суждений о справедливой стоимости активов;
- в процессе реструктуризации предприятия;
- в случае привлечения внешнего финансирования;
- при подготовке к дополнительной эмиссии акций и IPO (для листинга на большинстве биржевых площадок Европы компании обязаны готовить отчетность в стандартах МСФО; для листинга на Лондонской фондовой бирже, к примеру, компания должна открыто публиковать отчетность в стандартах МСФО в течение не менее трех лет перед размещением);
- при формировании финансовой отчетности по международным стандартам (среди показателей, входящих в отчетность горных компаний по МСФО, числятся в обязательном порядке минеральные ресурсы и запасы; затраты на рекультивацию нарушенных земель; справедливая стоимость компании);
- при стремлении к повышению эффективности управления компанией;
- в случае страхования объектов, подлежащих оценке;
- при обосновании параметров залогового обеспечения обязательств по кредитному договору и в иных случаях.

Необходимость своевременной и достоверной оценки количества и качества запасов горнодобывающего предприятия как его основного актива диктуется, помимо всего прочего, динамикой рынка – волатильностью цен на сырьевые товары и циклическим характером спроса, а также технологическими изменениями в отрасли. Указанные факторы оказывают существенное влияние на изменение экономической значимости месторождений и, соответственно, на выбор технико-экономической модели их обработки, которая окажется

максимально эффективной в постоянно меняющихся экономических, технологических и институциональных условиях.

Несмотря на принципиальное понимание зависимости рыночной стоимости горнодобывающих компаний от вышеперечисленных факторов, результаты количественной оценки их взаимосвязи к настоящему времени исследователями не представлены. По этой причине попытка установить степень влияния основных результатов деятельности компании на показатели ее инвестиционной привлекательности в целом представляется необходимой и обоснованной.

Количественная оценка влияния внешних и внутренних факторов на инвестиционную привлекательность золотодобывающих компаний

В целях установления тесноты связи между ключевыми показателями инвестиционной привлекательности компании и определяющими ее факторами авторами были выполнены расчеты коэффициентов корреляции на примере зарубежных и российских золотодобывающих компаний. Акции большинства из них (Barrick Gold, AngloGold Ashanti, Kinross Gold, Petropavlovsk) достаточно давно котируются на крупнейших мировых биржах, ценные бумаги других – Polymetal и NordGold – сравнительно недавно прошли листинг.

В качестве источника исходных данных для выполнения корреляционного анализа была использована ежегодная публичная отчетность, находящаяся в свободном доступе на официальных сайтах компаний и на сайтах фондовых бирж (расчетный период составил с 2003 по 2015 гг., для компаний Polymetal и NordGold – с 2011 по 2015 гг. включительно).

Информационной базой корреляционного анализа стали следующие показатели:

- среднегодовые котировки акций и капитализация компаний;
- годовая выручка, прибыль до уплаты процентов и налога на прибыль, чистая прибыль компании, а также базовая прибыль на акцию;
- величина запасов и ресурсов минерального сырья (в сумме – величина минерально-сырьевого потенциала) в натуральном и стоимостном выражении;
- гудвил;
- свободный денежный поток;
- чистый долг и отношение чистого долга к прибыли (Net Debt / EBITDA);
- размер дивидендов на акцию;
- ежегодные объемы инвестиций.

Расчетные значения коэффициентов корреляции представлены в табл. 2, прочерк в ячейках свидетельствует об отсутствии в публичной отчетности данных для расчетов.

Таблица 2
Расчетные значения коэффициентов корреляции для золотодобывающих компаний

| Изучаемые показатели | Barrick Gold | Kinross Gold | AngloGold Ashanti | Petropavlovsk | NordGold | Polymetal |
|--|--------------|--------------|-------------------|---------------|----------|-----------|
| Величина запасов (в млн унций) и капитализация | 0,930 | 0,920 | 0,361 | 0,188 | -0,511 | -0,708 |
| Стоимость запасов и капитализация | 0,822 | 0,788 | 0,288 | 0,205 | -0,732 | -0,811 |

| Изучаемые показатели | Barrick Gold | Kinross Gold | AngloGold Ashanti | Petropavlovsk | NordGold | Polymetal |
|--|--------------|--------------|-------------------|---------------|----------|-----------|
| Величина ресурсов (в млн унций) и капитализация | 0,482 | 0,325 | -0,450 | 0,174 | -0,758 | 0,443 |
| Стоимость ресурсов и капитализация | 0,518 | 0,433 | -0,036 | 0,140 | -0,747 | -0,783 |
| Величина минерально-сырьевого потенциала (в млн унций) и капитализация | 0,826 | 0,823 | -0,014 | 0,186 | -0,735 | -0,522 |
| Стоимость минерально-сырьевого потенциала и капитализация | 0,712 | 0,705 | 0,122 | 0,157 | -0,743 | -0,836 |
| Цена золота и котировки акций | 0,357 | 0,091 | -0,338 | -0,280 | 0,636 | 0,970 |
| Капитализация и инвестиции | 0,637 | 0,533 | 0,205 | 0,498 | 0,540 | 0,960 |
| Базовая прибыль на акцию и рыночная котировка | 0,436 | 0,412 | 0,315 | 0,616 | 0,639 | 0,701 |
| Дивиденды на акцию и котировки акций | 0,716 | - | 0,627 | - | - | -0,122 |
| Котировка и Net Debt/EBITDA | 0,675 | - | -0,523 | 0,202 | -0,853 | -0,956 |
| Гудвил и капитализация | 0,905 | 0,880 | 0,042 | - | - | 0,994 |
| Гудвил и величина минерально-ресурсного потенциала | 0,828 | 0,617 | -0,428 | - | - | -0,427 |

Источник: рассчитано авторами

Прежде чем делать выводы о направленности и степени влияния различных факторов на рыночную стоимость золотодобывающих компаний, необходимо отметить тот факт, что для рассматриваемых игроков отрасли характерна отрицательная динамика капитализации, на протяжении последних 5-6 лет, что объясняется и снижением цен на золото на мировых рынках, и влиянием экономического кризиса (рис. 5).

Рассмотренные нами компании различаются как по масштабу производственной деятельности и возрасту, так и по финансовым показателям, что, в конечном итоге, объясняет различия, полученные в результате расчетов. Целесообразно ранжировать полученные коэффициенты в порядке убывания их значений для каждой компании с целью выявления факторов, оказывающих максимальное влияние на инвестиционную привлекательность, и объяснения полученных результатов.

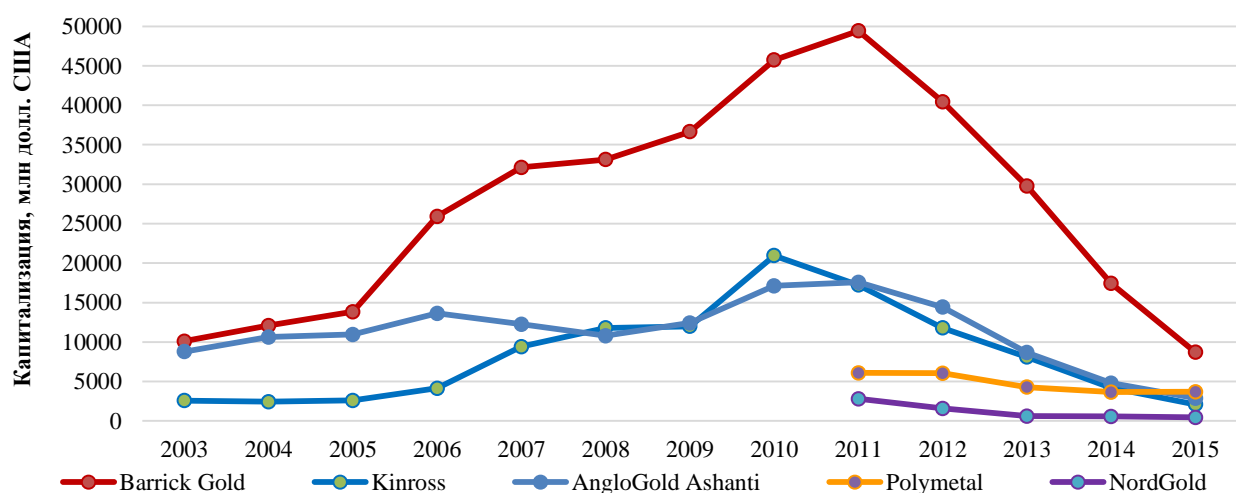


Рисунок 5. Динамика капитализации золотодобывающих компаний, млн долл. США (источник: авторские расчеты по данным отчетности компаний и фондовых бирж)

По нашим оценкам, для двух компаний – Barrick Gold Corporation и Kinross Gold Corporation – характерна сильная прямая связь между капитализацией и величиной минеральных запасов и ресурсов (как в количественном, так и в стоимостном выражении). По результатам ранжирования (рис. 6) видно, что среди показателей, оказывающих наибольшее влияние на рыночную стоимость указанных компаний, превалируют те, что характеризуют потенциал перспективного роста и развития компании (в частности, величина минерально-сырьевого потенциала, величина инвестиций и гудвил).

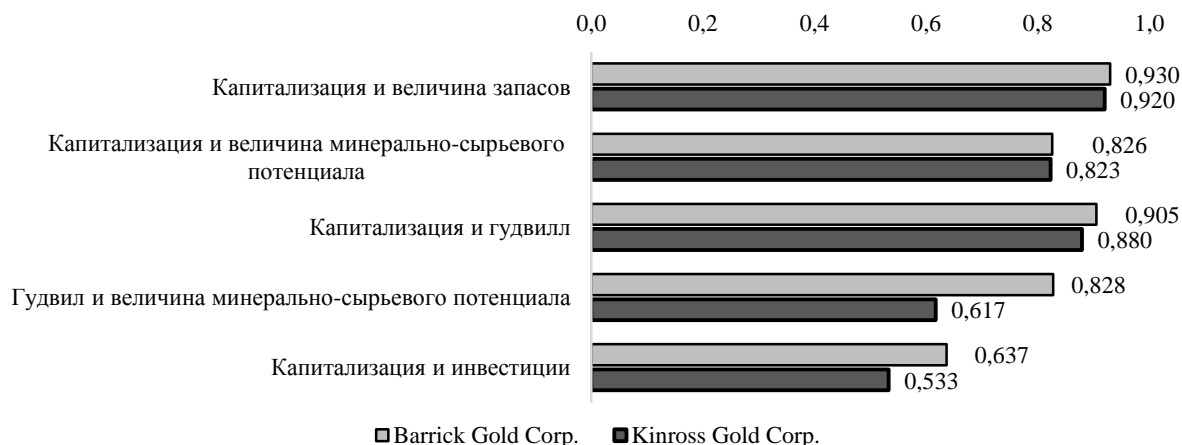


Рисунок 6. Ранжирование коэффициентов корреляции для компаний Barrick Gold Corporation и Kinross Gold Corporation (источник: рассчитано авторами)

Наличие такой сильной связи свидетельствует, прежде всего, о том, что компании рассматриваются на рынке с точки зрения стратегического инвестирования, при котором основное внимание уделяется показателям деятельности, характеризующим потенциал их роста и перспективность развития.

Barrick Gold Corporation и Kinross Gold Corporation занимают 1-ю и 5-ю строчки соответственно в рейтинге ведущих золотодобывающих компаний мира за 2014 и 2015 гг.³ Так, большинство акционеров Kinross – крупнейшие инвестиционные компании и глобальные фонды из США, Канады и Великобритании, заинтересованные в долгосрочных вложениях (среди них Van Eck Associates Corporation, Donald Smith & Co., Barrow, Hanley, Mewhinney & Strauss и др.). Благодаря сильной финансовой позиции и высокому уровню ликвидности, компания постоянно увеличивает свой портфель активов, приобретая новые месторождения и увеличивая уровень добычи.

Данные, представленные в таблице 2 относительно компании Barrick Gold, иллюстрируют ситуацию, когда краткосрочные цели фирмы совпадают с долгосрочными (компания уже осуществляет свою деятельность на уровне показателей, запланированных на долгосрочную перспективу); именно поэтому, помимо показателей, характеризующих потенциал перспективного роста, высокие значения демонстрируют показатели взаимосвязи стоимости компании и ее финансовых результатов.

Для остальных четырех компаний связь между показателями минерально-ресурсного потенциала и капитализацией либо слабая (AngloGold Ashanti, Petropavlovsk), либо сильная обратная, как в случае с компаниями NordGold и Polymetal. На наш взгляд, такие результаты могут быть объяснены несколькими обстоятельствами: 1. в случае с последними из указанных

³ Источник: Gold's Top 20 – Mines, miners and countries. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://zolotodb.ru/news/11210> (Дата обращения 23.09.2016).

компаний слишком коротким является период наблюдения (всего пять лет), поэтому говорить об устойчивости связей пока нет возможности; 2. для золотодобывающих компаний характерен разрыв между моментом инвестирования (в геологоразведочные проекты и проекты по добыче) и временем, когда инвестиции обеспечивают желаемую отдачу (в виде прироста ресурсов и запасов либо прибыли), такое смещение во времени инвестиций и их результатов может влиять на количественную оценку тесноты связи между стоимостью минерально-сырьевого потенциала компании и ее капитализацией (особенно для молодых и активно развивающихся компаний).

В число наиболее значимых факторов, оказывающих влияние на рыночную стоимость акций золотодобывающих компаний AngloGold Ashanti, NordGold, Petropavlovsk и Polymetal, вошли показатели прибыли (совокупной и в расчете на каждую акцию), дивидендной доходности, показатели суммарного чистого долга и его относительной величины. Максимальные значения коэффициентов корреляции для компаний представлены на рис. 7-8.

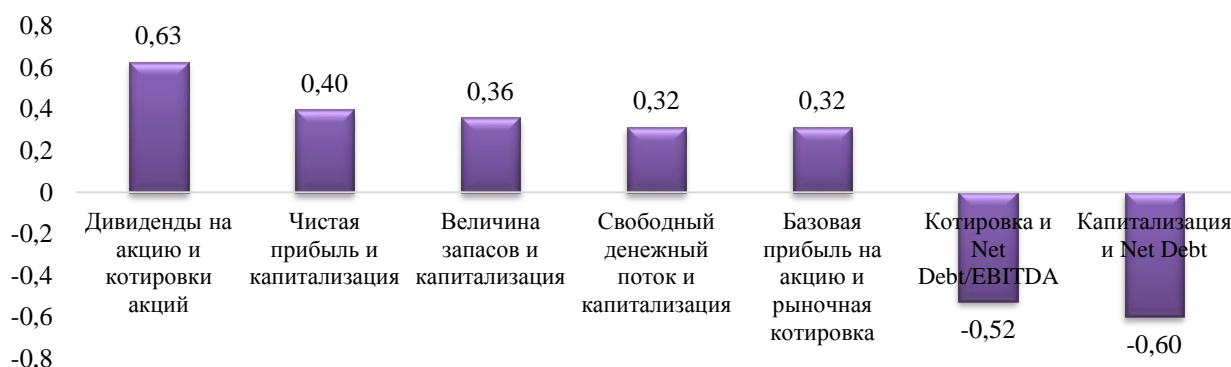


Рисунок 7. Коэффициенты корреляции между капитализацией/курсом акций и наиболее значимыми показателями для компании AngloGold Ashanti (источник: рассчитано авторами)

В данном случае четко прослеживается зависимость показателей инвестиционной привлекательности от финансовых результатов деятельности компании, а значит, и заинтересованность владельцев акций в получении дохода в краткосрочной перспективе. По данным информационного агентства Bloomberg, акционерами AngloGold Ashanti являются Южноафриканский государственный пенсионный фонд – GEPF (7,61%) и банк-кастодиан State Street (6,38%), остальные акции компании находятся в свободном обращении. Достаточно сильной является обратная связь между капитализацией и величиной чистого долга компании (в последние годы компания наращивает долю заемного капитала).

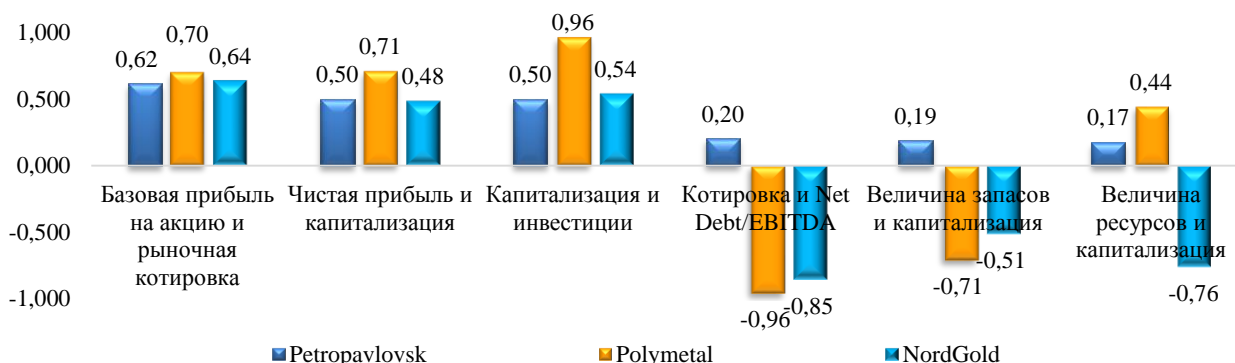


Рисунок 8. Коэффициенты корреляции между капитализацией/курсом акций и наиболее значимыми показателями для компаний Polymetal, Petropavlovsk и NordGold (источник: рассчитано авторами)

Что касается значений коэффициентов корреляции между величиной запасов/ресурсов и капитализацией компании Polymetal, можно отметить следующее: сильная обратная связь свидетельствует о наращивании компанией своей сырьевой базы за счет приобретения минеральных активов и реализации собственных геологоразведочных проектов. В отличие от динамики величин запасов и ресурсов полезных ископаемых, суммарный объем инвестиций продемонстрировал практически линейную связь с показателем рыночной стоимости компании. Сильной прямой является количественная связь между показателями прибыли и капитализации. Из публичной отчетности компаний Petropavlovsk и Polymetal ясно, что порядка половины их акций находится в руках мелких инвесторов, влияние спекулятивных интересов которых находит отражение в полученных результатах.

Выводы

В результате выполненных расчетов можно заключить, что:

1. влияние величины и стоимости запасов и ресурсов полезных ископаемых на инвестиционную привлекательность золотодобывающих компаний является существенным, что подтверждается значениями коэффициентов корреляции;
2. на направление и силу связей между показателями запасов/ресурсов и рыночной стоимости компаний влияют различия в структуре минерально-сырьевого потенциала компаний и уровень обеспеченности текущей добычи запасами золота и других металлов. У NordGold, Barrick Gold и AngloGold Ashanti удельный вес ресурсов существенно превышает долю запасов, в то время как у остальных компаний соотношение «запасы/ресурсы» составляет примерно 1 к 1, что обуславливает различия в коэффициентах корреляции «запасы/капитализация» и «ресурсы/капитализация». Наличие обратной связи между показателями запасов и капитализации у некоторых компаний можно объяснить относительно низкими уровнями обеспеченности текущей добычи запасами золота: у Polymetal он составляет около 8 лет (а коэффициент корреляции «запасы/капитализация» равен -0,71), у NordGold – 13 лет (коэффициент корреляции «запасы/капитализация» составил -0,51). Производственная деятельность остальных компаний обеспечена запасами более, чем на 15 лет (у AngloGold Ashanti – на 26 лет, к примеру), и значения коэффициентов корреляции у них положительны;
3. чем более стабильным является финансовое положение компании, тем сильнее прямая связь между величиной запасов и рыночной стоимостью;
4. в компаниях с быстро растущей долей заемного капитала, имеющих соотношение «чистый долг/прибыль», близкое или превышающее 2, либо формирующих чистый убыток по результатам нескольких лет, наиболее сильную зависимость демонстрируют показатели долговой нагрузки и капитализации;
5. показатели эффективности деятельности существенно влияют на капитализацию компаний, структура собственного капитала в которых расплывлена.

ЛИТЕРАТУРА

1. Анализ инвестиционной привлекательности организации: научное издание / Д.А. Ендовицкий, В.А. Бабушкин, Н.А. Батурина и др.; под ред. Д.А. Ендовицкого. – М.: КНОРУС, 2010. – 376 с.
2. Валинурова, Л.С., Казакова О.Б. Управление инвестиционной привлекательностью. – М.: КНОРУС, 2005. – 384 с.
3. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов; Пер. с англ. – 4-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 1340 с.
4. Ендовицкий, Д.А. Комплексный анализ и контроль инвестиционной деятельности: методология и практика / Под ред. проф. Л.Т. Гиляровской. - М.: Финансы и статистика, 2001.
5. Жура, А.В., Никишичев, С.Б., Твердов, А.А. Методы оценки вклада запасов в стоимость горных компаний, ГЛОБУС №5 (18) 2011, с. 30-36.
6. Игольников Г.Л. Понятие инвестиционной привлекательности. – М.: АНК ИЛ, 2008.
7. Крадинов, И.С. Инвестиции: вопросы теории и деловая активность / И.С. Крадинов, Б.В. Смирнов; ХГТУ. Хабаровск: ХГТУ, 2003. - 107 с.
8. Крейнина, М.Н. Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности акционерных обществ в промышленности, строительстве и торговле. – М.: Дело и Сервис, 1994. – 256 с.
9. Крылов, Э.И. Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности предприятия: Учебное пособие / Э.И. Крылов, В.М. Власова, М.Г. Егорова, И.В. Журавкова. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 192 с.
10. Липченко, Е.А. Понятие инвестиционной привлекательности предприятия: различные подходы к толкованию // Молодой ученый, 2012. №7. с. 95-97.
11. Матвеев, Т.Н. Оценка инвестиционной привлекательности предприятия // Электронный научный журнал «Труды МГТА: электронный журнал». [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://mgta.ru/ru/nauka/trudy-mgta-elektronnyj-zhurnal/> (Дата обращения 15.08.2016).
12. Ростиславов, Р.А. Инвестиционная привлекательность предприятия и факторы, влияющие на нее // Известия Тульского государственного университета. Экономические и юридические науки, 2010. №2-1. с. 38-46.
13. Симоненко, Н.Н. Комплексная оценка эффективности управления предпринимательским риском в торговле (на примере малых предприятий Хабаровского края) / Н.Н. Симоненко, О.Г. Дегтярёва. – Владивосток: Издательство Дальневосточного федерального университета, 2011.
14. Шнайдер, О.В., Шнайдер, В.В. Условия инвестиционной привлекательности как фактор финансово-хозяйственного благополучия // Вектор науки ТГУ, 2009. No 7 (10).

Lebedeva Olesya Yur'evna

Saint Petersburg mining university, Russia, St. Petersburg
E-mail: ole_spmi@mail.ru

Evseenko Violetta Valentinovna

Saint Petersburg mining university, Russia, St. Petersburg
E-mail: [vitavioletta92@mail.ru](mailto:vitalvioletta92@mail.ru)

Economic assessment of mineral reserves as a factor defining investment attractiveness of gold-mining companies

Abstract. Market value of a company should be estimated through its investment attractiveness. It is shown in the paper that investment attractiveness of gold-mining companies depends greatly on quantity, quality and value of such specific assets as mineral reserves and resources. The authors systemized factors, offered criteria, and estimation parameters of investment attractiveness of gold-mining companies. The system of investment attractiveness factors comprises three levels – external, industry-conditioned and specific for a concrete company factors. A special role in operating of production assets, potential and financial resources belongs to a company's management. The system of investment attractiveness indexes, offered by the authors, is based on two criteria – ability of a company to ensure current income and potential of providing owners with perspective benefits. Particular attention is paid to the role of the mineral resource potential and its influence on investment attractiveness of a company. On example of six foreign and domestic gold-mining producers, the authors carried out research, which allowed to identify a correlation between the value of specific assets and the companies' capitalization. The more stable financial position is, and the more strategic investors there are among the owners of a company, the more strong influence mineral potential has on its market value. In companies with substantial debt, diffused capital structure and instable profit the priority belongs to the factors characterizing debt burden and ability of a company to ensure regular current income for investors.

Keywords: mineral resources and reserves; investment attractiveness; mineral raw potential; gold-mining companies; market value; mineral assets evaluation; factors of investment attractiveness