РАЗДЕЛ VII. ФОНДОВЫЕ И ВАЛЮТНЫЕ РЫНКИ

Бадретдинова Г.Г.

Альтернативные инвестиционные решения, влияющие на капитализацию российской нефтяной компании

ФГАОУВО «Казанский (Приволжский) федеральный университет»
(Россия, Казань)

doi: 10.18411/lj-01-2021-42

idsp: ljjournal-01-2021-42

Аннотация

Менеджмент российской нефтяной компании имеет два альтернативных способа распределения свободного денежного потока. Влияние одного из них на капитализацию компании оказалось более сильным. По результатам проведенного исследования более рациональным решением является принятие долгосрочной стратегии повышения капитализации, способствующей технологическому развитию и росту производственных мощностей.

Ключевые слова: инвестиционные решения, капитализация компании, нефтегазовый сектор, CAPEX, дивидендная политика.

Abstract

The management of a Russian oil company has two alternative ways of distributing free cash flow. The influence of one of them on the company's capitalization turned out to be stronger. According to the results of the study, a more rational solution is to adopt a long-term strategy for increasing capitalization, contributing to technological development and growth of production capacity.

Keywords: investment decisions, capitalization, oil and gas sector, CAPEX, dividend policy.

В качестве основного направления инвестиционных решений такой капиталоемкой отрасли, как нефтяная, выделяют CAPEX. CAPEX (capital expenditure – капитальные расходы) – это долгосрочные инвестиции компании, которые необходимы ей для наращивания производства, поддержки оптимального уровня маржинальности и обеспечения достаточной прибыльности бизнеса.

CAPEX играет важную роль при расчете свободного денежного потока. Так, у компании может быть два варианта распределения полученной прибыли:

- а) Чистая прибыль идет на распределение дивидендов между акционерами или на выкуп акций;
- б) Чистая прибыль распределяется на инвестиции в капитальные затраты компании.

В первом случае ожидаемый рост дивидендов повышает оценочную стоимость акции компании по модели DDM (dividend discount model), которая в благоприятную сторону сказывается на среднесрочной капитализации компании. Во втором – инвестиции в CAPEX способствуют технологическому развитию, развитию производственных мощностей компании и росту капитализации компании в долгосрочной перспективе [1, 2, 3].

Принятие решения в сторону одного или другого варианта распределения чистой прибыли зависит от стратегии топ-менеджмента нефтедобывающей компании. Поэтому в рамках данного исследования ставится задача проанализировать степень

влияния, которое оказывают принятые менеджментом инвестиционные решения на стоимость публичной нефтяной компании.

Для выявления связи была построена эконометрическая модель. Выборка исследования была сформирована на основе панельных данных за период с 2012-2019 гг. по 12 акционерным компаниям нефтяной отрасли, акции которых допущены к торгам на Московской бирже. Панель данных является несбалансированной по ряду причин. Во-первых, начало обращений акций на рынке некоторых нефтяных компаний пришлось на более поздний срок (позже 2012 года). Во-вторых, несмотря на наличие годовых отчетов у всех 12 компаний, значения по некоторым из показателей, включенных в анализ, отсутствовали. Таким образом, анализ основывался на годовых данных, число наблюдений составило 52.

В качестве объясняющих переменных регрессионного анализа были выбраны следующие факторы:

Таблица 1

Факторы регрессионного анализа

Фактор	X ₁	Темп прироста CAPEX
Фактор	X ₂	Доля НМА
Фактор	X ₃	EBITDA
Фактор	X ₄	Темп роста расходов на НИОКР
Фактор	X ₅	Рентабельность продаж
Фактор	X ₆	Волатильность цены на нефть
Фактор	X ₇	Волатильность валютного курса
Фактор	X ₈	CAPEX/Выручка
Фактор	X ₉	Доля НИОКР в CAPEX
Фактор	X ₁₀	Доля прибыли, направленная на дивиденды

Источниками данных выступили ежегодные отчеты компаний, информация о валютных курсах была использована с сайта ratestats.com, а цены на нефть - с calc.ru.

Обоснованность включения регрессора «Темп прироста CAPEX» в анализ сформирована главной задачей исследования – CAPEX является одним из главных направлений инвестиционной политики нефтяной компании. Переменная «Доля нематериальных активов» была включена в исследование с целью подтверждения гипотезы о том, что компании с высокой долей нематериальных активов в общем составе внеоборотных активов более инвестиционно привлекательная. Фактор «EBITDA», являясь для инвестора важным оценочным показателем при принятии решения, также рационально включен в модель. «Темп роста расходов на НИОКР» имеет стратегически важное значение для нефтяной компании, по уровню которого инвестор может судить о развитии технологий в компании. Включение переменной «Рентабельность продаж» обусловлена использованием данного показателя в анализе как основного при оценке финансовой эффективности компании.

Волатильность цены на нефть, связанная с колебаниями уровня мировых цен на нефть, довольно серьезно влияет на уровень инвестиций в отрасль [4, 5], поэтому необходимость ее выделения в качестве независимой переменной в модели существует. В рамках данного исследования анализировалась ежегодная волатильность цены на нефть марки Brent, рассчитанная по формуле:

$$\text{Волатильность цены на нефть} = \sigma,$$

где σ – среднеквадратическое отклонение цены на нефть.

Что же касается расчета переменной «волатильность валютного курса» в модели, то здесь первоначально были выявлены максимальное и минимальное значение курса рубля по отношению к доллару в году. После чего на основе этих данных

найдена средняя величина курса рубля, которая в дальнейшем сравнивалась с величиной $\frac{\max - \min}{2}$ и давала результат оценки волатильности валютного курса.

Факторы «CAPEX/Выручка» и «Доля НИОКР в CAPEX» включены в анализ с целью выявления значимости влияния доли CAPEX в составе выручки нефтяной компании и доли затрат на научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы соответственно в составе CAPEX на стоимость публичной компании. Регрессор «Доля прибыли, направленная на дивиденды», являясь вторым возможным направлением распределения чистой прибыли, также обоснованно включен в модель.

В качестве зависимой переменной был выбран показатель market-to-book, характеризующий то, насколько справедливо оценена текущая стоимость акций компаний. Рассчитывался market-to-book ratio как отношение рыночной цены акции к ее бухгалтерской стоимости (все активы минус все обязательства, привилегированные акции и «неосязаемые» активы в расчете на одну обыкновенную акцию).

В ходе проведения анализа несколько факторов (X_3 , X_4 , X_5 , X_6 , X_9) оказались абсолютно незначимыми (р-значение принятия ошибочного решения об отклонении нулевой гипотезы (отсутствии связи между объясняемым и объясняющим показателями) оказалось больше 0,1). Также в ходе проведения анализа на мультиколлинеарность парный коэффициент корреляции показал взаимосвязь между двумя независимыми переменными – CAPEX/Выручка и волатильностью валютного курса, поэтому для повышения качества модели обе объясняющие переменные даже при наличии высокой вероятности возникновения явления ложной корреляции были исключены, так как они обе были связаны с зависимой переменной в наименьшей степени. Поэтому дальнейшее исследование было проведено без факторов «EBITDA», «Рентабельность продаж», «Волатильность цены на нефть», «Волатильность валютного курса», «CAPEX/Выручка» и «Доля НИОКР в CAPEX».

Статистическая значимость полученного в ходе регрессионного анализа уравнения в целом подтверждается на основе F-критерия Фишера, а его качество, характеризующееся коэффициентом детерминации ($R^2 = 0,64$), свидетельствует о том, что модель на 64% объясняет изменчивость выбранных переменных. Приемлемость относительно невысокого уровня коэффициента детерминации для данного исследования объясняется тем, что остаточные регрессоры не претендуют с точки зрения теории на полное объяснение результативного показателя, на уровень справедливой оценки рынком акций нефтедобывающей компании может влиять еще большое количество не вошедших в исследование факторов. Статистическая значимость коэффициентов так же подтверждается (таблица 2).

Таблица 2

Оценка модели

Переменная	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение
const	0,347211	0,130897	2,653	0,0109 **
X_2	0,545739	2,11059e-05	2,032	0,0478 **
X_{10}	0,0114402	0,00311135	3,677	0,0006 ***
X_1^2	4,28942e-05	2,11059e-05	2,032	0,0478 **
X_1	0,007557	0,00332076	2,276	0,0275 **

Результатом проведенного регрессионного анализа является уравнение регрессии, которое можно представить в виде:

$$Y = 0,347211 + 0,545739 * X_2 + 0,01144 * X_{10} + 0,000042 * X_1^2 + 0,00755 * X_1$$

где Y – показатель market-to-book;

X_2 – доля НМА;

X_{10} – доля прибыли, направленная на дивиденды;

X_1^2 – квадрат темпа прироста CAPEX;

X_1 – темпа прироста CAPEX.

Как видно из получившегося регрессионного уравнения, доля НМА положительно коррелирована с показателем market-to-book, при увеличении доли нематериальных активов в общем составе внеоборотных активов нефтяной компании на 1%, результирующий показатель увеличивается на 0,005457 пунктов. Эта закономерность оправдана, потому как рынок достаточно высоко оценивает компании, ориентированные на развитие технологий, увеличивающие затраты на НИОКР.

Показатель «доля прибыли, направленная на дивиденды» аналогично положительно коррелирует с результирующим признаком. При увеличении X_{10} на 1%, показатель market-to-book возрастает на 0,0001144 пунктов. Действительно, рынок зачастую дает положительную реакцию на повышение дивидендов, однако эта реакция ниже той реакции, которую дает рынок на увеличение доли нематериальных активов в общем составе внеоборотных активов нефтяной компании.

Более высокую реакцию рынка на изменение показателя демонстрирует показатель темпа прироста CAPEX. Влияния темпа роста CAPEX на степень справедливой оценки компании рынком имеет нелинейную форму. Так, увеличение темпа роста капитальных затрат нефтяной компании только до определенного момента увеличивает показатель market-to-book. Точку экстремума можно вычислить следующим образом:

$$X = \frac{-b}{2 * a} = \frac{-0,0000429}{2 * 0,007557} = -0,02778$$

При увеличении темпа прироста CAPEX на 1 пункт (но до значения -0,02778) показатель market-to-book увеличивается на 0,007557, а при значениях темпа прироста более -0,02778 степень справедливой оценки компании падает на 0,007557 пункта.

Таким образом, по результатам проведенного эмпирического анализа можно сделать следующие выводы:

- наибольшее влияние на результирующий показатель оказывает переменная темп прироста CAPEX, имея положительную корреляцию до значения -0,02778 и отрицательную после;
- доля прибыли, направленная на дивиденды, и доля нематериальных активов в общем объеме внеоборотных активов положительно коррелирует с показателем market-to-book.

Так, по результатам данного исследования, более рациональным решением для менеджмента нефтяной компании будет принятие долгосрочной стратегии повышения капитализации, которой в большей степени будет способствовать технологическое развитие и развитие производственных мощностей. Свободный денежный поток компании в данном случае будет распределяться не на выплату дивидендов акционерам, а на CAPEX.

1. Лахметкина, Н.И. Инвестиционная стратегия предприятия: учеб. пособие / Н.И. Лахметкина. – 6-е изд., стер. – М.: КНОРУС, 2012. – 230 с.
2. Телегина, Е.А. Инвестиционная деятельность корпорации в нефтегазовом комплексе: анализ и управление инвестициями в условиях формирующегося рынка / Е.А. Телегина. - М.: ГАНГ им. И.М. Губкина, 2004. – 207 с.
3. Теплова, Т.В. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. Практика российских компаний / Т.В. Теплова. – М.: Вершина, 2007. – 272 с.
4. Сингатуллина, Г.Р., Хамидуллина, А.М. Финансовые риски компаний нефтегазового сектора / Г.Р. Сингатуллина, А.М. Хамидуллина // Экономический вестник Республики Татарстан. - 2017. - №1. - С.18-27.
5. Singatullina, G., Yakupov, B. The Use of Calendar Anomalies of the Russian Stock Market to Increase the Profitability of the Investment Portfolio / G. Singatullina, B. Yakupov // 6th International Scientific Conference on Social Sciences and Arts SGEM 2019. P.377-384.