Щербина Екатерина Анатольевна. Недооценка стоимости корпоративных акций: анализ и методы расчета (На примере предприятий отрасли "связь") : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Ярославль, 2002 170 c. РГБ ОД, 61:03-8/480-4

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Методологические подходы к сущности и причины недооценки стоимости корпоративных акций российских предприятий

1.1. Теоретические основы оценки стоимости и привлекательности акций 12

1.2. Характерные черты и отличительные особенности российского рынка акций 30

Глава 2 Методические основы оценки и анализа стоимости корпоративных акций

2.1. Принципиальные подходы к оценке акций на российском фондовом рынке 58

2.2. Методы и модели расчета недооцененности акций 80

Глава 3 Анализ стоимости акций и определение степени недооценки на примере предприятий отрасли «связь»

3.1. Разработка оптимального метода анализа и расчета недооценки стоимости акций 112

3.2. Модель расчета потенциальной доходности на основе интегрированного коэффициента недооцененности 134

Заключение 143

Список использованной литературы 148

Приложения 162

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. В условиях высокоразвитой экономики фондовый рынок приобретает ведущее значение в системе финансовых рынков. В настоящее время в ценных бумагах воплощена большая часть финансовых активов промышленно развитых стран. Фондовый рынок является важным механизмом привлечения денежных ресурсов в реальный сектор экономики страны.

Стоимость фондовых активов значительно колеблется из-за і подверженности участников рынка тем или иным предпочтениям и 1 заблуждениям. Характерные для данного рынка самоусиливающиеся . процессы служат основой для резкого роста либо обвала стоимости ] фондовых активов, что ставит особенно остро проблему изучения сущности стоимости и ценности, формирующейся на фондовом рынке.

На текущий момент для фондового рынка свойственно снижение роли традиционных факторов в формировании ценности (затрат, полезности) и повышение значения общественно-психологических факторов, что подтверждается, в частности, изменением общего объема и структуры оценки активов крупных компаний. Для преуспевающих компаний и характерно значительное превышение общей ценности над материальными Y, активами и резкое повышение в ней доли нематериальных активов. За % /последние полвека, к примеру, исключительно выросла роль «репутации» ч компании в общей оценке. В капитализации компаний, особенно интернет--. гигантов, доля «репутации» составляет до 80%. Так как основой для принятия решения относительно покупки или продажи актива служит сформирование мнения инвестора относительно ценности актива, важно і понять основные принципы, которые лежат в основе формирования мнения •инвестора об активе как недооцененном, оцененном верно или переоцененном.

Особенности формирования ценности в современных условиях напрямую связаны с мощным процессом глобализации экономики, набирающим все большую силу. Усиливается взаимосвязь и взаимозависимость национальных фондовых рынков до такой степени, что можно говорить о формировании единого мирового фондового рьшка. В его структуре неуклонно возрастает удельный вес так называемых «формирующихся рынков», к числу которых относится и Россия.

Отличительной особенностью российского фондового рынка является низкая оценка стоимости обращающихся на нем корпоративных акций, причем не только в сравнении с развитыми, но и со многими развивающимися фондовыми рынками. Так, капитализация российского рынка в 100 раз меньше капитализации рынка акций США и в среднем в 20 -30 раз меньше капитализации рынков акций Западной Европы. Капитализация ряда зарубежных транснациональных компаний, например таких, как Exxon Mobil, превосходит капитализацию всего российского f рьшка акций в несколько раз. Соотношение «капитализации/ВВП» в России в 4 раза меньше, чем в США, в 3 - 5 раз меньше, чем в Западной Европе, и в 4 раза меньше, чем в среднем в мире. Фундаментальная недооценка стоимости российских акций проявляется и в сравнении с развивающимися рынками, так, среднее отношение капитализации к прибыли отечественных компаний на июнь 2002 года составляло 8, в то время как для других развивающихся рынков - 13і, а в целом в мире - 25,7.

Недооцененность российского фондового рынка отражает значительную недооценку стоимости капитала предприятий. Ее следствием является демпинговая скупка отечественных предприятий иностранными компаниями и заниженный инвестиционный поток от зарубежных и российских инвесторов по сравнению с существующей потребностью. При текущей оценке российского рьшка акций, он не выполняет своей главной роли, то есть не является механизмом привлечения инвестиций в реальный сектор экономики. Так, например, РАО ЕЭС необходимо привлечь на программу реструктуризации 50 млрд. долл., что составляет практически половину капитализации всего российского фондового рынка. В этих условиях появляется необходимость выявления и устранения причин, «повлиявших на формирование столь низкой оценки у инвесторов акций российских предприятий.

С одной стороны, недооценка российского рынка акций тормозит {развитие инфраструктуры и препятствует притоку капиталов, с другой 1 стороны, делает его привлекательным для долгосрочных вложений, как для і иностранных, так и для российских инвесторов. Однако при анализе стоимости корпоративных акций российских предприятий инвесторы {сталкиваются с недостаточностью теоретической и методической проработки проблемы адекватной оценки акций отечественных эмитентов. Ї Создание российского фондового рынка, его институтов и j нормативной базы основывается на колоссальном опыте, накопленном за столетия его развития во всем мире. Вместе с тем заимствование происходит ; без четкого представления закономерностей развития данной сферы экономики, что связано, в частности, с недостатком академических \ исследований этой области. При анализе многие вынуждены использовать зарубежный опыт оценки, без учета специфики российского рынка акций. В силу того, что большая часть корпоративных акций российских предприятий обращается ниже своей балансовой стоимости, а менеджмент, как правило, занижает реальные доходы компаний, что не характерно для развитых фондовых рынков, использование зарубежных методов и моделей приводит к смещенной оценке и искажению результатов анализа. Несмотря на это, данная проблема разработана слабо и не нашла достаточно полного отражения в специальной литературе, в связи с этим важно формировать собственные методы оценки с учетом существующей специфики, что предопределило выбор и разработку данной темы диссертации.

Таким образом, актуальность темы исследования обусловливается не только определением сущности и причин недооценки стоимости, но и необходимостью разработки адекватного метода расчета недооценки стоимости корпоративных акчий российских предприятий.

Степень научной разработанности темы. Обособленно проблема анализа сущности, причин и расчета недооценки стоимости акций не ставилась. Она развивалась в рамках теории инвестиций. Вопросами разработки методики оценки инвестиционной привлекательности акций предприятий посвящены работы многих западных экономистов. Начальный этап развития теории инвестиций относится к 20 - 30-м годам XX столетия и является периодом зарождения теории портфельных финансов как науки в целом. Этот этап представлен, прежде всего, основополагающими работами И. Фишера, Б. Грэма и Д. Додда, заложившими основу фундаментального анализа и оценки стоимости корпоративных акций. С 1952 года стала развиваться современная теория инвестиций, связанная с появлением работ Г. Марковича. В первой половине 60-х годов У. Шарпом в развитии положений Г. Марковича была предложена однофакторная модель рынка капиталов. Влияние «портфельной теории» Г. Марковича значительно усилилось после появления в конце 50-х и начале 60-х годов работ Д. Тобина по аналогичным темам. С 1964 года появляются три работы, открывшие следующий этап в инвестиционной теории, связанный с так называемой моделью оценки капитальных активов, или САРМ (Capital Asset Price Model): работы Шарпа (1964), Литнера (1965), Моссина (1966). Семедисятые годы, составившие третий этап в развитии современной теории инвестиций, характеризуются стремительным расширением и углублением математических средств финансового анализа. В 1973 году Майроном Шоулсом и Фишером Блеком была предложена модель опционов, получившая название модели Блека - Шоулса, которая до сих пор широко используется для оценки стоимости акций и анализа их привлекательности.

Современные западные экономисты - Макс Зифф, Ражниш Мер, Эдвард Прескотт, Юджин Фама, Кэннет Френч - подвергают резкой критике теории 50 - 60-х годов, которые не могут объяснить многие современные процессы на фондовом рынке. Так, в 1977 году теория САРМ подверглась жесткой критике в работах Ричарда Ролла. Ролл высказал мнение, что САРМ следует отвергнуть, поскольку она в принципе не допускает эмпирической проверки.

Попытки рассмотреть сущность и методы оценки стоимости акций были и у российских экономистов. Данные исследования затрагивают период конца 90-х - начала 2000-х годов. Анализ сущности стоимости и ценности проводился в работах СИ. Лушина. Причины и сущность недооценки стоимости российского фондового рынка анализировались в работах Н.И. Берзона, Я. Миркина и Б.Б. Рубцова. Анализ западных методик оценки с учетом российской специфики рассмотрен в работах В.В. Бочарова, А.Г. Грязновой, В.В. Ковалева и В.Е. Леонтьева. Вопросы оценки рыночной стоимости акций компании на основе методов пространственной выборки рассматривались И.С. Меньшиковым, О.Р. Меньшиковой и В.М. Рутгайзером. Выявление недооцененных акций на основе коэффициента инвестиционной привлекательности описывалось в работах Е.Г. Патрушевой. Построением модели прогноза рыночной стоимости акций российских предприятий занимался Е.А. Дорофеев.

Как правило, данные исследования ограничиваются корректировкой или развитием уже существующей методики оценки инвестиционной привлекательности. Поэтому, актуальность темы и ее недостаточная разработанность с точки зрения российской специфики обусловило выбор темы, предмет и задачи исследования.

Цель диссертационного исследования. Определить сущность и причины недооцененности акций, предложить адекватный метод расчета недооценки стоимости корпоративных акций российских предприятий.

Задачи исследования. В рамках поставленной цели были определены следующие задачи:

• определить методологические подходы к оценке и сущности недооценки стоимости корпоративных акций;

• выявить и обосновать причины недооценки стоимости корпоративных акций российских предприятий;

• проанализировать рынок корпоративных акций российских предприятий;

• описать принципиальные методические подходы к оценке стоимости корпоративных акций российских предприятий;

• разработать метод расчета недооценки стоимости корпоративных акций российских предприятий на примере отрасли «связь»;

• создать модель оценки потенциальной доходности корпоративных акций российских предприятий на примере отрасли «связь»;

• предложить сводный коэффициент, характеризующий недооценку стоимости корпоративных акций.

Предметом исследования является оценка стоимости, расчет и анализ недооценки стоимости корпоративных акций.

Объектом исследования являются корпоративные акции предприятий отрасли «связь».

Методологическую основу исследования составляют общенаучные методы познания: диалектический, синтез и анализ, научной абстракции; общеэкономические методы: выборочное исследование, группировка, сравнение, моделирование; статистические методы: расчет средних величин и показателей вариации, рядов динамики и распределения, корреляционный и регрессионный анализ.

Диссертационное исследование проводилось на основе статистических данных по отрасли «связь», бухгалтерской отчетности предприятий этой отрасли, данных системы АК&М и торговой системы РТС, а также информации, полученной через сеть Internet. В качестве инструментария исследования применялся финансовый и статистический анализ, использовались программные продукты Excel 9.0, MS Word 9.0.

В процессе исследования были собраны и обработаны данные по бухгалтерской отчетности, технико-экономическим показателям, сделкам и котировкам по 47-ми предприятиям отрасли «связь».

Научная новизна диссертационного исследования заключается в следующем:

• сформированы методологические подходы к оценке и сущности недооценки стоимости корпоративных акций, в частности, уточнено понятие недооцененности;

• выявлены и обоснованы причины недооценки стоимости корпоративных акций российских предприятий;

• определены характерные черты российского рынка корпоративных акций, связанные с процессом приватизации предприятий и особенностями современных экономических условий развития;

• систематизированы основные методические подходы к оценке и анализу стоимости корпоративных акций;

• обоснована необходимость применения специфичных методов оценки и анализа корпоративных акций российских предприятий;

• разработана и апробирована методика расчета интегральных и интегрированных коэффициентов недооцененности, положенных в основу метода расчета недооценки стоимости корпоративных акций российских предприятий;

• разработана модель оценки потенциальной доходности на основе интегрированного коэффициента недооцененности на примере акций предприятий отрасли «связь»;

і • рассчитан сводный коэффициент, который характеризует недооценку стоимости акций предприятий отрасли «связь».

Теоретическая и практическая значимость работы. Теоретическая значимость работы заключается в возможности включения в учебный

процесс отдельных положений дисертации для преподавания курсов «Финансовый менеджмент», «Основы управления инвестициями», «Рынок ценных бумаг».

Практическая значимость заключается в возможности использования основных положений и выводов проведенного исследования в формировании и реализации мероприятий по повышению инвестиционной привлекательности российского фондового рынка представителями государства в советах акционерных обществ и государственными органами; руководством предприятий в качестве инструмента в определении степени недооценки стоимости акций и разработке стратегии предприятия на рынке собственных ценных бумаг; в реализации эффективных инвестиций на основе применения метода расчета недооценки стоимости корпоративных акций российских предприятий, а также в прогнозировании доходности инвестиций в акции отрасли «связь» на основе модели оценки их доходности инвесторами. Предложенный метод оценки стоимости может быть использован для разработки модели расчета потенциальной доходности от инвестиций для акций других отраслей.

Апробация работы. Основные положения работы были изложены в 6-ти публикациях, общим объемом 1,5 п.л., а также докладывались на межрегиональных и российских конференциях в Ярославле. Теоретические положения, выводы и предложения используются в учебном процессе для разработки учебно-методического материала и в преподавании курсов «Финансовый менеджмент», «Основы управления инвестициями», «Рынок ценных бумаг».

Структура работы. Диссертация изложена на 170 страницах машинописного текста, состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и 5 приложений. В тексте диссертации содержится 17 таблиц, 9 рисунков, 36 формул, список литературы содержит 170 источников, приложения включают в себя технико-экономические

данные и расчетные коэффициенты по 47-ми предприятиям отрасли «связь» на 9 листах.

Во введении обоснована актуальность темы, степень ее изученности, цели и задачи исследования, его предмет, объект, методы, сформулированы позиции новизны, выносимые на защиту, теоретическая и практическая значимость работы.

В первой главе описаны методологические подходы к оценке и сущности недооценки стоимости корпоративных акций. Выявляются характерные черты и отличительные особенности российского рынка акций, анализируются причины недооцененности корпоративных акций российских предприятий.

Вторая глава посвящена методическим подходам к анализу и оценке стоимости корпоративных акций. Описываются принципиальные подходы к оценке акций предприятий: технический и фундаментальный анализ. Рассматриваются методы и модели расчета недооценки стоимости корпоративных акций.

В третьей главе разрабатывается метод расчета недооценки стоимости акций предприятий отрасли «связь» на основе коэффициента недооцененности. Формируется и проверяется на адекватность модель оценки потенциальной доходности инвестиций в акции предприятий отрасли «связь» на основе интегрированного коэффициента недооцененности.

В заключении представлены обобщающие выводы и итоги по результатам проведенного исследования.

## Теоретические основы оценки стоимости и привлекательности акций

Ценность формируется на рынке, и особенности современного рынка ;влияют на этот процесс. Условно его можно разделить на три сектора. Первый - рынок товаров и услуг, где в наибольшей степени сохраняются традиционные факторы определения ценности (полезность и затраты), но наблюдается значительное их снижение в пользу усиления влияния условий совершения сделки (тип конкуренции, меры воздействия на потребителя). Второй сектор рынка - это рынок труда, который обеспечивает согласование Ьценок труда и цен на товары и услуги и тем самым производит распределение доходов как в масштабах макроэкономики, так и определяя доходы в номинальном и реальном выражении каждого наемного рабочего. На этом рынке происходит формирование оценок труда. Третий сектор - финансовый рынок, где продаются сами деньги и финансовые инструменты, осуществляется обмен валют. Денежный, или финансовый, рынок - самый молодой. В условиях высокоразвитой товарно-денежной экономики деньги сами превращаются в универсальный ресурс, который может быть использован для достижения любых целей (производственных, социальных, военных и т.д.). В народном хозяйстве происходят три важных процесса, связанных с деньгами:

накопление денег у различных собственников;

концентрация денежных накоплений или ресурсов у финансовых посредников;

перераспределение денежных ресурсов другим экономическим субъектам с целью наиболее выгодного их использования. С этими процессами и связан денежный, или финансовый, рынок. Объектом купли-продажи на финансовом рынке являются и сами деньги, и различные финансовые инструменты, то есть обязательства по выплате определенных денежных сумм при соблюдении установленных условий. На финансовом рынке формируется цена денег как универсального ресурса, то есть процент, который нужно уплатить владельцу за взятые у него взаймы деньги.

На современном финансовом рынке существует не одна ставка, а целая система процентных ставок, разных по своему уровню в зависимости от вида сделки, сроков займа, риска и множества других разнообразных причин. Поскольку процент реагирует на время осуществления сделки, то он превращается в главное средство регулирования ценностных отношений во времени, сопоставления доходов и затрат разных лет, и т.д. На финансовом рынке помимо денег покупается и продается валюта разных стран и финансовые инструменты (акции, облигации, векселя и т.д.). Особенностью их является постоянное обращение на рынке. На этом рынке образуется их текущая цена - курс.

Итак, финансовый рынок порождает три важных фактора формирования ценности: процент, курс ценных бумаг и валютный курс2. На фондовом рынке возникает еще один показатель - капитализация фирмы. Капитализация - стоимость всех (обыкновенных и привилегированных) акций фирмы . Однако чаще для расчета принимаются во внимание только обыкновенные акции компании. Капитализация служит признаком успеха фирмы, если она существенно превышает балансовую оценку плюс годовой объем продукции, либо показателем серьезных проблем, если она меньше текущего объема годового производства.

## Принципиальные подходы к оценке акций на российском фондовом рынке

В финансовом анализе не выделяется обособленно проблема недооцененности, а, как правило, рассматривается более широкое понятие инвестиционная привлекательность. Под инвестиционной привлекательностью понимают наличие экономического эффекта (дохода) от вложения денежных средств в финансовые активы при минимальном уровне риска60. Подойти к оценке инвестиционной привлекательности фондовых , инструментов можно двояко. Во-первых, с точки зрения их рыночной конъюнктуры, исследуя динамику курсов. Во-вторых, давая инвестиционные характеристики ценной бумаги, изучая финансово-экономическое положение t эмитента, отрасли, к которой он принадлежит, и т. д. Так, исторически 1 сложились два направления в анализе фондового рынка. Сторонники у первого направления создали школу технического анализа, а последователи второго - школу фундаментального анализа. Попытаемся рассмотреть ; теоретические основы двух школ и сделать выводы относительно I: применимости их в российских условиях. Технический анализ состоит в изучении прошлых цен с целью определения вероятного направления их развития в будущем. Слово «технический» означает изучение самого рынка, а не внешних факторов, которые получают свое выражение в динамике рынка. Все необходимые факторы, какими бы они ни были, можно свести к сумме статистической информации, получаемой в результате изучения динамики рынка. Текущая динамика цен сравнивается с сопоставимой динамикой цен в прошлом, посредством чего достигается более или менее реалистичный прогноз61.

Таким образом, технический анализ представляет собой совокупность методов анализа динамики котировок отдельных ценных бумаг и всего рынка в целом на основе постоянно изменяющегося спроса и предложения62, или технический анализ можно также определить как совокупность методов прогнозирования динамики изменения котировок на финансовом рынке путем графического представления информации за предыдущие периоды.

Методология технического анализа основывается на предположении, что на фондовой бирже существуют исторически сложившиеся закономерности. Если определенные действия, предпринятые в прошлом, привели к определенным результатам в девяти случаев из десяти, то весьма вероятно, что тот же эффект будет достигнут в будущем, когда бы такие действия ни производились.

Отсюда, технический анализ утверждает, что изучение сложившихся в ч прошлом комбинации таких переменных, как курсы акций и объемы сделок, позволит инвестору точно определить момент, когда определенные акции окажутся переоцененными или недооцененными.

При использовании данного подхода к анализу инвесторы основываются на концепции «совершенного рынка», которая базируется на следующих предпосылках:

динамика рыночных котировок подчинена определенным закономерностям (цены движутся направленно), которые повторяются во времени;

настоящие рыночные цены уже отражают влияние всей имеющейся на данный момент информации (любой фактор, отражающийся на изменении котировок: экономический, политический или психологический заранее учтен участниками торгов, поэтому

графическое отображение цен помогает осуществлять рыночные прогнозы, причем незнание причины изменения цены не влияет на результат прогноза). Бытует мнение, что технический аналитик может осуществлять свою деятельность, не зная, какие финансовые инструменты он исследует;

на основании изучения динамики рыночных котировок за прошедший период и психологии инвесторов можно предсказать движение цен в будущем (философская категория - понимание будущего лежит в изучении прошлого).

Цель технического анализа состоит в определении степени и формы зависимости между ценовыми изменениям прошлого и будущего и возможном предсказании на ее основе роста или падения курса как отдельных ценных бумаг, так и рынка в целом. Таким образом, технический анализ используется для:

прогнозирования тенденции изменения цены финансового инструмента;

определения оптимального момента осуществления операции на рынке, то есть прогнозирование времени покупки или продажи инвестиционного актива.

## Разработка оптимального метода анализа и расчета недооценки стоимости акций

Согласно вышеописанным подходам, мы попытались сформировать собственный метод расчета недооценки стоимости акций, в основу которого был положен расчет коэффициента недооцененности. Нами предложен расчет коэффициента недооцененнености как отклонение мультипликатора либо финансового коэффициента от его среднеотраслевого значения, нормированное (деленное) на значение самого показателя (мультипликатора или финансового коэффициента):

Кнед = (Кі -Кср)/Кі, (26)

где Кнед - коэффициент недооцененности;

Кі - финансовый коэффициент или мультипликатор; Кср - среднее значение финансового коэффициента или мультипликатора.

Это аналитический коэффициент, отражающий степень недооцененности (отклонения от среднеотраслевого значения), который при анализе недооцененности акций не требует дополнительных сравнений.

Коэффициенты недооцененности рассчитываются по двум основным группам показателей и формируют два интегральных показателя недооценненности. Первый характеризует оценку предприятия инвесторами на основе мультипликаторов (дает рыночную оценку компании), второй оценивает инвестиционную привлекательность на основе финансовых

коэффициентов (дает внутреннюю оценку на основе бухгалтерской отчетности). При формировании интегральных коэффициентов недооцененности важно отобрать такие показатели, которые наилучшим образом отражали бы экономическое положение предприятий анализируемой отрасли. Интегральные коэффициенты в итоге формируют интегрированный коэффициент недооцененности, на основании которого и делается вывод относительно того, как оценены на данный момент акции анализируемой компании.

Если коэффициент стремится к нулю, то это свидетельствует о том, что акции компании оценены верно или переоценены, и наоборот, если показатель растет, то это отражает увеличение потенциала роста стоимости акций компании. Параметры оценки задаются на основе расчетных данных. В рассмотренном примере, результаты анализа которого будут пояснены нами ниже, это выглядит следующим образом:

К нед 0,34 - акции компании переоценены;

К нед = 0,34 - акции компании оценены верно;

К нед 0,34 - акции компании недооценены.

Таким образом, чем больше значение коэффициента недооцененности, тем больше недооценнность акций анализируемой компании. В основу формирования метода легли следующие предположения:

? чем выше риск, связанный с предполагаемой инвестицией, тем выше ожидаемая доходность по ней;

? чем больше отклонение кого-либо коэффициента от его среднеотраслевого значения, тем выше неопределенность, а следовательно, выше риск, связанный с инвестицией в акции данного предприятия;

? инвестор, как правило, анализирует совокупность предприятий по стандартному ряду показателей, ориентируясь на соотношение риск/доходность.

Исходя из вышеперечисленного в предлагаемом методе использовано предположение о том, что, чем больше отклонения значений коэффициентов от их среднеотраслевых значений, тем выше риск, связанный с инвестициями в них, а следовательно, по определению должны быть выше предполагаемая V-доходность и потенциал роста. Соответственно, задачей количественной [ оценки недооцененности в нашем исследовании будет являться определение нормированных отклонений по ряду технико-экономических и финансовых - показателей, на основании интегрированной величины которых можно будет сделать предположение об ожидаемой доходности по инвестициям. Таким I образом, чем больше будет полученный нами интегрированный коэффициент недооцененности, тем выше должна быть ожидаемая доходность по 1 инвестициям в акции анализируемой компании. Для апробации нашего метода на основе акций предприятий отрасли «связь» выполним следующие этапы:

1) проанализируем структуру отрасли и опишем ее с точки зрения привлекательности для инвесторов;

2) сформируем базу показателей по предприятиям данной отрасли и рассчитаем интегрированные коэффициенты недооцененности;

3) сравним полученные результаты с доходностью по акциям, которая сложилась за определенный период после проведенного анализа для проверки полученных результатов.

На первом этапе кратко опишем структуру отрасли для формирования ! о ней общего представления, а также проанализируем ее положение с точки [ зрения привлекательности для инвесторов.