

УДК 330.322(54)

Бословяк С.В.
*заместитель директора
Института повышения квалификации по учебной работе
Полоцкого государственного университета*

РАЗВИТИЕ МЕТОДИЧЕСКОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ ОЦЕНКИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ

DEVELOPMENT OF METHODOLOGICAL SUPPORT OF EVALUATION OF INVESTMENT ATTRACTIVENESS OF THE ENTERPRISE

АННОТАЦИЯ

В статье рассмотрены и систематизированы основные методические подходы к оценке инвестиционной привлекательности предприятий, представлены направления ее совершенствования посредством разработки методики динамической оценки с учетом взаимного согласования финансовых интересов инвестора и предприятия-реципиента.

Ключевые слова: инвестиции, инвестор, предприятие-реципиент, инвестиционная привлекательность, экономическая добавленная стоимость.

ANNOTATION

The main approaches to estimation of company's investment attractiveness are considered and systematized in the article. The directions of proving it by means of developing dynamic estimation technique taking into consideration conformity of financial interests of investor and recipient are substantiated.

Keywords: investments, investor, enterprise-recipient, investment attractiveness, economic value added.

Постановка проблемы. Развитие экономических отношений между потенциальными инвесторами и предприятиями-реципиентами определяют основу и непосредственно среду для принятия решений об инвестировании – инвестиционную привлекательность конкретного субъекта хозяйствования.

Основываясь на результатах критического анализа литературных источников, представляется правомерным считать основными такие подходы к определению экономической сущности категории «инвестиционная привлекательность предприятия», как:

- отождествление инвестиционной привлекательности предприятия с привлекательностью его ценных бумаг [1; 2];
- рассмотрение инвестиционной привлекательности предприятия как производной от его финансового состояния [3; 4];
- представление инвестиционной привлекательности предприятия в виде совокупности различных факторов (количественных и качественных, внутренних и внешних) [5];
- интерпретация инвестиционной привлекательности как способности самого предприятия-реципиента привлечь инвестиции [6].

Многогранность рассматриваемой категории предопределяет разнообразие методических подходов к ее оценке. Вместе с тем в существующих методиках не учитываются важные сущностные характеристики инвестиционной привлекательности. В частности актуальной

является проблема разработки методики оценки инвестиционной привлекательности, в наибольшей степени учитывающей финансовые интересы инвестора и предприятия-реципиента.

Анализ последних исследований и публикаций. Большинство исследователей для целей оценки инвестиционной привлекательности предприятий предлагают рассчитывать интегральный показатель, формируемый на основе совокупности частных показателей, состав которых определяется, как правило, предлагаемыми авторами факторами инвестиционной привлекательности.

В ряде существующих методик применяется балльная оценка частных показателей. Такие методики разработаны Ю.В. Севрюгиным (финансовое состояние, рыночное окружение, корпоративное управление, трехбалльная система оценки) [5, с. 15], А.В. Шульгиной (финансовое состояние, ресурсный потенциал, внешнее окружение, трехбалльная система оценки) [7, с. 10], М.А. Шемчук (инвестиционная привлекательность отрасли, инвестиционная привлекательность региона, инвестиционная привлекательность предприятия, двухбалльная система оценки) [8, с. 11]. Эти исследователи предлагают определять интегральный показатель инвестиционной привлекательности как среднюю арифметическую взвешенную баллов частных показателей, весовые коэффициенты которых определяются методом экспертных оценок.

Именно экспертные оценки, а также авторские интерпретации перевода количественных значений и качественных состояний частных показателей в баллы являются проблемными местами названных методик. Кроме того, все перечисленные исследователи включают в один интегральный показатель разноуровневые частные показатели инвестиционной привлекательности. Так, например, в методике Ю.В. Севрюгина весовые коэффициенты для инвестиционной привлекательности региона и отрасли в интегральном показателе составляют всего по 0,03.

Другим возможным способом приведения различных частных показателей к одному измерению является их нормирование – приведение к безразмерному виду путем деления на эта-

лонное (как правило, максимальное) значение. В некоторых методиках нормирование проводится по отношению к разности максимального и минимального значения.

Способ свода при нормировании посредством деления на эталонное значение по аналогии с методикой А.Д. Шеремета, Р.С. Сайфулина и Е.В. Негашева [9, с. 185] предлагается осуществлять методом расстояний. Так, для каждого нормированного показателя предприятия находится дополнение до единицы, оно возводится в квадрат, суммируются все квадраты дополнений до единицы по данному предприятию и из суммы извлекается квадратный корень [10]. Такая оценка показывает степень близости показателей сравниваемого предприятия к эталонным показателям.

Аналогичный подход предложили Г.Л. Игольников и Е.Г. Патрушева. Авторы предлагают отдельно интегральную нормированную оценку по группам показателей финансового состояния, экономичности (интенсификации) развития производства, доходности и ликвидности, риска [11, с. 54]. При своде в интегральный показатель учитываются весовые коэффициенты, дифференцируемые в зависимости от типа инвестора [11, с. 55–56].

Для свода показателей, нормированных по отношению к разности максимального и минимального значения, обычно применяется метод аддитивной свертки с учетом веса каждого частного показателя в итоговой оценке. Примером такой методики является алгоритм построения рейтинга эффективности предприятий российского агентства АК&М [12]. Проблема такого способа формирования интегрального рейтинга заключается в том, что весовые коэффициенты нормированных значений частных показателей определяют опять же эксперты. Кроме того, при отсутствии общепринятых эталонных значений частных показателей подобная оценка инвестиционной привлекательности возможна только при наличии массива данных по нескольким сравниваемым предприятиям.

Все перечисленные методики основаны главным образом на оценке сложившегося (статического) состояния предприятия-реципиента. Поэтому следует уделить внимание методикам оценки инвестиционной привлекательности, основанным на прогнозировании будущего состояния предприятия-реципиента. Так, А.А. Шапошников предлагает помимо анализа текущей экономической устойчивости проводить перспективный анализ экономической устойчивости, а затем с учетом качественных факторов определять итоговый коэффициент инвестиционной привлекательности [13, с. 14]. Однако перспективный анализ автор предлагает проводить с использованием пятифакторной модели Альтмана, которая была разработана совершенно в других условиях и в настоящее время не может быть для прогнозирования финансового состояния предприятий в условиях переходной экономики.

Заслуживают внимания методики Н.В. Смирновой и Р.А. Ростиславова. В первой для оценки инвестиционной привлекательности предлагается рассчитывать соотношение внутренней стоимости предприятия (с учетом его развития) и его рыночной стоимости [14, с. 12], во второй – будущей (прогнозной) и начальной стоимости предприятия [15, с. 12]. Очевидно, что в первом случае превышение числителя над знаменателем будет свидетельствовать о недооцененности предприятия рынком, во втором – о наличии реальной перспективы увеличения стоимости предприятия.

Все большее развитие получают методики оценки инвестиционной привлекательности с использованием принципов VBM (Value-based management – управление, направленное на создание стоимости) [16, с. 40]. Так, О.Д. Лозовой на основе концепции VBM предлагает рассчитывать показатель инвестиционной привлекательности на основе модели оценки стоимости реальных опционов Блэка-Шоулза [17, с. 11]. Однако применение предложенной автором методики на практике требует очень многих допущений.

В целом анализ публикаций показал существенное разнообразие методических подходов и показателей, применяемых для оценки инвестиционной привлекательности предприятий.

Постановка задания. Целью статьи является формирование направлений с усовершенствования методического обеспечения оценки инвестиционной привлекательности предприятий с обеспечением взаимного согласования финансовых интересов инвестора и предприятия-реципиента на основе систематизации существующих методических подходов к оценке инвестиционной привлекательности предприятий и определения их проблемных мест.

Изложение основного материала исследования. По результатам проведенного анализа существующие методики оценки инвестиционной привлекательности предприятий представляется возможным классифицировать по таким признакам, как:

- 1) возможность количественного измерения применяемых показателей: количественные, качественные, комбинированные;
- 2) временный признак: оценка текущего состояния, оценки будущего состояния, сопоставления будущего и текущего состояния.
- 3) способ приведения частных показателей к универсальным измерителям: основанные на балльной оценке, основанные на нормировании;
- 4) способ свода частных показателей в интегральный показатель: на основе метода расстояний, аддитивной свертки, средней геометрической.

Основными проблемами методического обеспечения оценки инвестиционной привлекательности предприятий являются:

- частое использование экспертных оценок [5; 7; 8; 12; 13], что снижает объективность получаемых результатов;

– основу многих методик составляют показатели финансового состояния [3; 4; 18], что с одной стороны позволяет учитывать общепринятые границы значений финансовых коэффициентов, с другой – ограничивает область оценки только финансовыми показателями.

– ряд методик включает индикаторы рыночной капитализации и другие показатели, которые могут быть рассчитаны на практике только в условиях развитого фондового рынка [3; 6];

– учет в некоторых методиках расчета интегральной оценки инвестиционной привлекательности показателей инвестиционного климата и привлекательности отрасли [5; 7; 8] в одном ряду с показателями деятельности предприятия-реципиента;

– многие методики содержат необоснованно большое количество используемых частных показателей [5; 7; 8; 9], что приводит к загромождению оценки, увеличению затрат на получение дополнительной информации и искажению весовых коэффициентов частных показателей;

– большинство методик построено с учетом интересов только потенциального инвестора, поэтому, как следствие, в них не учитывается объем привлекаемых инвестиционных ресурсов и условия их привлечения.

В целях совершенствования методического обеспечения оценки инвестиционной привлекательности предприятий считаем целесообразным, что:

1. Уровни инвестиционной привлекательности (страна, регион, отрасль, предприятие) необходимо оценивать отдельно, а не интегрировать в один комплексный показатель.

2. Необходима разработка отдельных методик для оценки текущего состояния предприя-

тия-реципиента и перспектив развития его деятельности с учетом формы участия инвестора и объема привлекаемых инвестиционных ресурсов. Методики оценки должны быть компактными и не дублировать друг друга.

Основой реализации названных направлений станет такое предложенное определение дефиниции «инвестиционная привлекательность предприятия» – совокупность характеристик и факторов, определяющих текущее состояние предприятия-реципиента, а также факторов и механизмов трансформации привлекаемых инвестиционных ресурсов при непосредственном финансовом участии инвестора, обеспечивающих гармонизацию финансовых интересов инвестора и реципиента инвестиций.

В соответствии с чем разработана новая система факторов, определяющих инвестиционную привлекательность предприятия (рис. 1).

Факторы, определяющие условия внешнего инвестирования, рассматриваются на предварительной стадии инвестирования. Анализ состояния этих факторов позволяет дать потенциальному инвестору общую сравнительную оценку объектов инвестирования.

На наш взгляд, инвестиционная привлекательность на уровне страны в достаточной степени репрезентативно представлена в рейтингах авторитетных международных агентств: «Standard&Poor's», «Moody's Investor Service», «Fitch IBCA», аналитических служб журналов: «The Economist», «Euromoney», «Institutional Investor» и ICRG (International Country Risk Guide – международное агентство по оценке страновых рисков) [19, с. 31]. Каждый из этих рейтингов включает достаточно широкий спектр показателей. Свою оценку потенциала привлечения прямых иностранных инвестиций прово-



Рис. 1. Система факторов, определяющих инвестиционную привлекательность предприятия

дит и UNCTAD (Конференция ООН по торговле и развитию). Некоторые аспекты инвестиционной привлекательности страны отражаются в рейтинге ведения бизнеса (Doing Business) Всемирного банка. Все это позволяет потенциальному инвестору получить объективную оценку становой инвестиционной привлекательности.

С учетом сравнительно небольшой территории, наличия единой законодательной базы и отсутствия существенных различий в уровне экономического развития по областям Республики Беларусь выделение регионального уровня инвестиционной привлекательности не представляется целесообразным.

Отраслевые факторы инвестиционной привлекательности, как показал анализ, в гораздо большей степени зависимы от мнения конкретных исследователей в отношении отбора наиболее значимых из них, формирования их количественных оценок и выбора способа свода частных факторных компонентов в интегральный показатель. В этом направлении представляется целесообразной корректировка существующих методик с учетом имеющейся у инвестора информации. Методика И.И. Ройзмана и И.В. Гришиной, основанная на расчете интегрального показателя методом многомерной средней и последующей оценке степени тесноты его корреляционной связи с уровнем инвестиционной активности отрасли [20, с. 38], представляется наиболее приемлемой базой для такого «конструктора».

В качестве методического обеспечения оценки условий инвестирования на уровне предприятий полагаем целесообразным построение рейтинга предприятий на основе аддитивной свертки нормированных значений частных показателей финансового состояния и инвестиционной активности предприятий [21].

После оценки факторов, определяющих условия инвестирования, и выбора ограниченного числа перспективных для инвестирования реципиентов необходима оценка перспектив их развития с учетом факторов трансформации исходных инвестиционных ресурсов в их финансовые результаты. На основе анализа критериев, применяемых в рамках концепции VBM, в качестве измерителя конечного результата инвестирования представляется целесообразным использовать показатель экономической добавленной стоимости (EVA – economic value added), определяемый по формуле:

$$EVA = NOPAT - WACC \times IC,$$

где *NOPAT* – чистая операционная прибыль после уплаты налогов;

WACC – средневзвешенная стоимость капитала;

IC – инвестированный капитал.

На наш взгляд, этот показатель в полной мере отражает достижение финансовых целей инвесторов (которые получают свое количественное выражение через средневзвешенную стоимость капитала), менеджеров и иных наем-

ных работников – носителей человеческого капитала предприятия-реципиента. Положительное значение EVA, с одной стороны, стимулирует их к более эффективной деятельности, с другой – способствует росту стоимости предприятия [22, с. 1 152], что является стратегической целью инвесторов.

Сказанное выше подчеркивает актуальность разработки методики динамической оценки инвестиционной привлекательности предприятия на основе критерия положительного значения экономической добавленной стоимости для обоснования окончательного выбора предприятия-реципиента и конкретной формы непосредственного финансового участия в его деятельности.

Выводы и перспективы дальнейших исследований. Проведенное исследование позволяет сделать вывод о необходимости и практической значимости поэтапной оценки инвестиционной привлекательности предприятий: условий инвестирования на различных уровнях, затем – перспектив изменения экономического состояния предприятия-реципиента на основе применения методики динамической оценки.

Для разработки этой методики необходимо определить основные корректировки чистой операционной прибыли в процессе расчета EVA с учетом специфики составления бухгалтерской отчетности, а также способов определения совокупного влияния привлекаемых инвестиционных ресурсов, конкретной формы их привлечения и факторов трансформации (прежде всего интеллектуального капитала и его основной составляющей – человеческого капитала) на формирование финансового результата предприятия-реципиента.

Предлагаемая к разработке методика, в отличие от большинства существующих методик оценки статического состояния предприятия-реципиента, позволит оценивать его инвестиционную привлекательность на основе перспектив изменения стоимости с учетом конкретной формы непосредственного участия инвестора и объемов внешнего инвестирования.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК:

1. Шарп У.Ф. Инвестиции / У.Ф. Шарп, Г.Дж. Александер, Дж.В. Бейли. – М. : ИНФРА-М, 2001. – 1 028 с.
2. Мельничук О.М. Инвестиционная привлекательность металлургической компании: методика оценки / О.М. Мельничук // Российское предпринимательство. – 2012. – № 1(199). – С. 128–135.
3. Крейнина М.Н. Финансовый менеджмент : учебное пособие / М.Н. Крейнина. – М. : Дело и Сервис, 1998. – 304 с.
4. Русак Н.А., Русак В.А. Анализ финансового состояния субъекта хозяйствования – Мн.: «Вышэйшая школа», 1997. – 310 с.
5. Севрюгин Ю.В. Оценка инвестиционной привлекательности промышленного предприятия : автореф. дисс. ... канд. экон. наук : спец. 08.00.05 / Ю.В. Севрюгин. – Ижевск, 2004. – 27 с.

6. Лаврухина Н.В. Методы и модели оценки инвестиционной привлекательности предприятий [Электронный ресурс] / Н.В. Лаврухина // Теория и практика общественного развития. – 2014. – № 8. – Режим доступа : http://teoria-practica.ru/rus/files/arhiv_zhumala/2014/8/ekonomika/lavrukhhina.pdf.
7. Шульгина А.В. Формирование воспроизводственного процесса сельскохозяйственных предприятий на основе повышения инвестиционной привлекательности (на материалах Курганской области) : автореф. дисс. ... канд. экон. наук : спец. 08.00.05 / А.В. Шульгина. – Екатеринбург, 2011. – 26 с.
8. Шемчук М.А. Управление инвестиционной привлекательностью предприятий (на примере легкой промышленности Кемеровской области) : автореф. дисс. ... канд. экон. наук : спец. 08.00.05 / М.А. Шемчук. – Кемерово, 2008. – 27 с.
9. Шеремет А.Д. Методика финансового анализа : учебник / А.Д. Шеремет, Р.С. Сайфулин, Е.В. Негашев. – М. : ИНФРА-М, 2000. – 208 с.
10. Якименко Е.А. Оценка инвестиционной привлекательности предприятия [Электронный ресурс] / Е.А. Якименко // Вестник Алтайского государственного аграрного университета. – 2009. – № 11(61). – Режим доступа : http://www1.asau.ru/doc/nauka/vestnik/2009/11/Economix_Yakimenko.pdf.
11. Игольников Г.Л. Управленческие основы инновационно-инвестиционной деятельности промышленных предприятий : учебное пособие / Г.Л. Игольников, Е.Г. Патрушева. – Ярославль, 2002. – 107 с.
12. Рейтинг эффективности предприятий Центрального федерального округа [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.akm.ru/rus/analyt/ratings/repcco.htm>.
13. Шапошников А.А. Разработка комплексного механизма анализа и оценки инвестиционной привлекательности предприятия : автореф. дисс. ... канд. экон. наук : спец. 08.00.05 / А.А. Шапошников. – Нижний Новгород, 2010. – 24 с.
14. Смирнова Н.В. Оценка инвестиционной привлекательности предприятия в условиях реструктуризации экономики : автореф. дисс. ... канд. экон. наук : спец. 08.00.10 / Н.В. Смирнова. – Иваново, 2004. – 24 с.
15. Ростиславов Р.А. Оценка инвестиционной привлекательности предприятия для стратегического инвестора : автореф. дисс. ... канд. экон. наук : спец. 08.00.05 / Р.А. Ростиславов. – Тула, 2011. – 20 с.
16. Бубенок Е.А. Инвестиционная привлекательность как критерий конкурентоспособности инновационной компании / Е.А. Бубенок // Российское предпринимательство. – 2007. – № 8(95). – С. 39–44.
17. Лозовой С.Д. Оценка и управление инвестиционной привлекательностью промышленных предприятий : автореф. дисс. ... канд. экон. наук : спец. 08.00.05 / С.Д. Лозовой. – Москва, 2010. – 23 с.
18. Орлова Л.Н. Управление конкурентоспособностью предприятия на основе фактора инвестиционной привлекательности : автореф. дисс. ... канд. экон. наук : спец. 08.00.05 / Л.Н. Орлова. – Рыбинск, 2006. – 24 с.
19. Бословяк С.В. Оценка инвестиционной привлекательности экономики Беларуси иностранными инвесторами и международными финансовыми институтами / С.В. Бословяк // Вестник Белорусского государственного экономического университета. – 2005. – № 3. – С. 30–36.
20. Ройзман И.И. Сложившаяся и перспективная инвестиционная привлекательность крупнейших отраслей российской промышленности / И.И. Ройзман, И.В. Гришина // Инвестиции в России. – 1998. – № 1. – С. 37–39.
21. Бословяк С.В. Методика построения рейтинга инвестиционной привлекательности субъектов хозяйствования / С.В. Бословяк // Вестник УО «Витебский государственный технологический университет». – 2012. – Вып. 22. – С. 143–151.
22. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран ; пер. с англ. – 5-е изд. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2008. – 1 340 с.