

Министерство образования Российской Федерации
Ярославский государственный университет им. П.Г. Демидова

Е.Г. Патрушева

**Управление привлечением инвестиций
российскими промышленными
предприятиями**

Ярославль 2002

ББК У9(2)29-56я73
П20

Патрушева Е.Г.

Управление привлечением инвестиций российскими промышленными предприятиями / Яросл. гос. ун-т. Ярославль, 2002. 187 с.

ISBN 5-8397-0137-8

В монографии исследуются актуальные проблемы привлечения инвестиционных ресурсов на российские промышленные предприятия. Управление этими процессами представлено как механизм согласованного взаимодействия участников инвестиционного процесса - инвесторов, менеджеров предприятий, инвестиционных посредников. Определены цели, задачи и инструментарий каждого участника для обеспечения необходимых объемов привлекаемых инвестиционных ресурсов на отечественные промышленные предприятия.

Предназначено для научных и практических работников, преподавателей и студентов экономических вузов, финансовых менеджеров предприятий, консалтинговых фирм, профессиональных участников фондовых рынков.

Рецензенты: Межрегиональный консультационно-учебный фондовый центр ИПК "Конверсия"; В.И. Певтиев, д-р экон. наук; И.М. Лоханина, канд. экон. наук.

Издание подготовлено при финансовой поддержке концерна «Подати».

ISBN 5-8397-0137-8

© Ярославский
государственный
университет, 2002
© Е.Г. Патрушева, 2002

ВВЕДЕНИЕ

Одной из наиболее острых проблем современной России остается достижение стабильного экономического роста. В числе факторов, оказывающих непосредственное воздействие на динамику экономического развития, решающая роль, несомненно, принадлежит инвестиционной сфере. Инвестиции затрагивают самые глубинные основы хозяйственной деятельности, определяя процесс экономического роста в целом. В сложившейся ситуации они выступают важнейшим средством обеспечения условий осуществления структурных сдвигов в народном хозяйстве, внедрения современных достижений технического прогресса, повышения качественных показателей хозяйственной деятельности на микро- и макроуровне.

Экономическая ситуация в России в результате происшедшего в 90-е годы спада производства, острого платежного кризиса в значительной степени предопределила постоянный недостаток инвестиционных ресурсов, необходимых для развития экономики. При спаде промышленного производства за девять пореформенных лет в два раза инвестиции в основной капитал сократились в пять раз. Таким образом, глубокий системный кризис, затронувший практически все отрасли экономики России, наиболее серьезно и сильно поразили инвестиционную сферу.

В условиях трансформации экономики в 1990-е годы и перехода к рыночной системе хозяйствования кардинальные изменения произошли и в организации инвестиционного процесса, возникла объективная необходимость формирования принципиально нового механизма финансирования инвестиционной деятельности как на микро-, так и на макроуровне. Это обусловлено рядом обстоятельств: существенным изменением инвестиционного статуса и роли государства и негосударственных структур, разделением их функций в сфере инвестиционной деятельности; значительным сокращением доли централизованных инвестиций в их общем объеме, изменением структуры последних по формам собственности в связи с проведением приватизации; значительным ростом количества объектов инвестирования, изменением состава и соотношения внутрен-

них и внешних источников инвестиций, способов и критериев их распределения.

Отечественные предприятия промышленности, осуществляя вложения, используют преимущественно собственные ресурсы, испытывая проблемы внешних источников финансирования. Основная причина этого - отсутствие управления деятельностью по привлечению инвестиций.

Менеджеры предприятий-реципиентов должны представлять себе, какие именно характеристики компаний важны и ценятся инвесторами и обеспечивать управление этими характеристиками.

Суть механизма управления процессом привлечения инвестиционных ресурсов на предприятия, как представляется автору, - обеспечение согласованности интересов его участников. Именно поэтому в монографии определяется роль, задачи, критерии принятия решений и взаимосвязь этих решений для всех основных участников инвестиционного процесса - инвестора, предприятия-реципиента и профессионального посредника, выполняющего консультирование первых двух участников.

Подробно рассмотрены слагаемые понятия «инвестиционная привлекательность» предприятия, приведены методики их оценки, а также формирования рейтинговой оценки инвестиционной привлекательности промышленных предприятий. Эти проблемы освещены с учетом разнообразия инвесторов, выделения типов вкладчиков по тем требованиям, которые они предъявляют к объектам своего вложения.

В работе освещены вопросы, практически не затронутые в экономической литературе: формирование инвестиционной привлекательности предприятия-реципиента, т.е. цели, задачи, содержание процесса управления показателями инвестиционной привлекательности с позиций менеджеров предприятий. В частности, обсуждаются проблемы управления инвестиционными рисками предприятия, а также факторами управления стоимостью. Все положения работы апробированы на конкретном материале четырех промышленных ярославских компаний, что позволило параллельно обсудить проблему информационного обеспечения управления и парадоксов и сделать предложения доступными для применения в практике.

І. СОДЕРЖАНИЕ И ПРОБЛЕМЫ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ РОССИЙСКИХ ПРОМЫШЛЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ

1.1. Содержание и финансирование инвестиционных процессов

1.1.1. Инвестиции и инвесторы в инвестиционном процессе

Инвестиционная деятельность в Российской Федерации регламентируется Законами РФ «Об инвестиционной деятельности в РСФСР», «Об иностранных инвестициях в РСФСР», «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений», «Об акционерных обществах», «О рынке ценных бумаг». Эти законы определяют правовые и экономические основы инвестиционной деятельности в нашей стране.

Понятие инвестиций по-разному трактуется различными учеными. Так, К.Р. Макконелл и С.Л. Брю [32] считают, что инвестиции включают: 1) все конечные покупки машин, оборудования и станков предпринимателями, 2) все строительство, 3) изменение запасов. При этом они отмечают, что к инвестициям не относится передача из рук в руки ценных бумаг. Купля акций и облигаций исключается из экономического определения инвестиций. Эти авторы делают общий вывод, что «...инвестициями являются строительство или создание новых капитальных активов» и обосновывают это обстоятельство тем, что именно подобные активы дают толчок экономическому росту.

Большинство современных экономистов трактуют инвестиции более широко - как вложения свободных денежных средств в различные формы финансового и материального богатства или активы. Такая точка зрения высказана в книге У.Ф. Шарпа, Г.Дж. Александера, Дж.В. Бейли «Инвестиции» [65]. Широкое толкование понятия инвестиций дают также Л.Дж. Гитман и М.Д. Джонк в их труде

«Основы инвестирования» [8]: «Это любой инструмент, в который можно поместить деньги, рассчитывая сохранить или умножить их стоимость и (или) обеспечить положительную величину дохода. Свободные денежные средства - не инвестиция, так как ценность наличных денег может быть "съедена" инфляцией и они не могут обеспечить никакого дохода. Если ту же сумму денежных средств поместить на сберегательный счет в банке, то их можно назвать инвестицией, так как счет гарантирует определенный доход». Таким образом, по мнению этих авторов, инвестиция - это способ помещения капитала, который должен обеспечить сохранение или возрастание стоимости капитала и (или) принести положительную величину дохода.

Иная точка зрения высказывается К. Эклундом в работе «Эффективная экономика - шведская модель» [68]. Под инвестициями он понимает экономические ресурсы, которые направляются на увеличение реального капитала общества, т.е. на расширение и модернизацию производственного аппарата, а также на образование персонала и научные исследования, которые также будут способствовать экономическому росту.

А.В. Воронцовский в работе «Методы обоснования инвестиционных проектов в условиях определенности» [6] отмечает чрезвычайно широкий смысл термина «инвестиция», выделяя главную характеристику - расходование собственных либо заемных средств для осуществления предполагаемого проекта.

В приведенных выше положениях имеют место два принципиальных разногласия. Первое: вложение трактуется то узко - лишь как капитальное, непосредственно вызывающее экономический рост, то расширительно - как вложение в финансовые, материальные оборотные либо нематериальные активы. Второе: под инвестициями понимается то объект вложения капитала (находит отражение в активе бухгалтерского баланса), то вкладываемый ресурс (пассив).

На наш взгляд, инвестиции действительно тесно связываются с экономическим ростом, являясь его первопричиной, но экономический рост точно так же обуславливается вложениями в запасы и нематериальные активы. Таким образом, неточно определять инвестиции лишь как вложения капитального характера. В большинстве приведенных выше оценок разных авторов, да и в официальных документах, регламентирующих инвестиционную деятельность, явно звучит признание инвестицией вложений в образовательную подготовку персонала, объекты интеллектуальной собственности, научно-исследовательские и опытно-конструкторские разработки. Кроме того, вложения свободных денежных средств в ценные бума-

ги (акции и облигации), помещение денежных средств на банковские счета, а главное, привлечение денежных средств с финансовых и фондовых рынков призваны в итоге служить источником вложений капитального характера. Эти вложения, в свою очередь, требуют выбора, оценки доходности и рисков со стороны инвесторов, поэтому могут рассматриваться как вполне самостоятельные. ***Инвестиционная деятельность, следовательно, включает два этапа: первый этап, где происходит создание источника (капитала), и второй этап - этап непосредственно вложения его в имущественный объект.***

Действительно, по своей экономической природе капитал является экономическим ресурсом, предназначенным к инвестированию. Термин "капиталист" в первую очередь характеризует индивидуума, инвестирующего свой капитал, а не только накопившего определенный его запас. Поэтому характеристике капитала как инвестиционного ресурса в экономической теории, связанной с его использованием, отводится значительное место.

Как инвестиционный ресурс капитал находится в процессе постоянной динамики и занимает промежуточное место в его характеристике как накопленной ценности и фактора производства. Все основные формы движения капитала во всех секторах экономики связаны с его инвестированием или реинвестированием. Накопление капитала создает лишь предпосылки к последующему его инвестированию. Только в процессе инвестирования реализуется экономический потенциал общества, отдельных хозяйствующих субъектов, представленный накопленным капиталом. Иными словами, инвестиции характеризуют реализованные (а не накопленные) сбережения. Возможность последующего инвестирования является одним из важнейших экономических стимулов накопления капитала (сбережения) - для хозяйствующих субъектов без этого стимула процесс накопления капитала потерял бы всякий смысл.

Таким образом, само определение инвестиционной деятельности справедливо давать с учетом как непосредственно вида вложения, так и источника его финансирования. Заметим, что именно такая трактовка дана в Законе «Об инвестиционной деятельности»: «Инвестициями являются денежные средства, целевые банковские вклады, паи, акции и другие ценные бумаги, технологии, машины, оборудование, лицензии, в том числе и на товарные знаки, кредиты, любое другое имущество или имущественные права, интеллектуальные ценности, вкладываемые в объекты предпринимательской и других видов деятельности в целях получения прибыли (дохода) и достижения положительного социального эффекта». Отдельно За-

кон определяет разнообразный перечень объектов вложений: «вновь создаваемые и модернизируемые основные фонды и оборотные средства, ... ценные бумаги, целевые денежные вклады, научно-техническая продукция, другие объекты собственности, а также имущественные права и права на интеллектуальную собственность».

На наш взгляд, определение инвестиций должно отражать как многообразие объектов вложений, так и источников их финансирования, а также определять цель вложений. За основу такого рода формулировки целесообразно взять определение Л. Дж. Гитмана и М. Д. Джонка, но несколько перефразировать его следующим образом: ***Инвестиции - это любой инструмент (актив), в который можно поместить деньги (или любое иное имущество), рассчитывая сохранить или умножить их стоимость и (или) обеспечить положительную величину дохода.***

Это определение подчеркивает многообразие инвестиций, что и отражает их классификация, приведенная на рис. 1. В качестве классификационных признаков здесь использованы: а) объекты вложения средств, б) источники финансирования инвестиций, в) уровень управления, г) форма вложений, д) уровень риска, е) непосредственность права собственности, ж) период вложения.

1. По объектам вложения различают *имущественные (материальные)* вложения, т.е. вложения в реальные активы предприятия или личное реальное имущество. К реальным активам предприятий относят объекты основных средств - вновь приобретаемые, строящиеся, модернизируемые, а также землю, новые продукты и материальные оборотные активы (запасы). Реальное личное имущество представляет собой золото, антиквариат, произведения искусства и другие коллекционные предметы. Кроме того, могут иметь место ***нематериальные*** инвестиции, т.е. вложения в нематериальные активы - лицензии, патенты, подготовку кадров, научные разработки. Наконец, следует выделить ***финансовые*** вложения, представляющие собой приобретение ценных бумаг, фьючерсы и опционы, банковские вклады, кредиты инвестиционных банков. Инвестиции как вложения в объекты основных средств долгосрочного характера в отечественной практике называют ***капитальными вложениями***. Формы капитальных вложений могут быть различными: 1) обязательные инвестиции, необходимые для продолжения собственной деятельности - создание необходимых экологических условий,



Рис. 1. Классификация видов инвестиций

обеспечение безопасности труда, 2) снижение издержек – совершенствование технологии, организации труда, повышение качества продукции, 3) расширение и обновление производства с образованием юридических лиц, а), б) расширение предприятия в виде строительства новых производственных мощностей, в) реконструкция, т.е. проведение строительно-монтажных работ без останова производства с частичной заменой оборудования, г) техническое перевооружение производства, т.е. замена и модернизация оборудования без строительно-монтажных работ.

2. По срокам вложения выделяют инвестиции *долгосрочные*, рассчитанные на срок более года, либо, как обыкновенные акции, не ограниченные каким-либо сроком вложения, а также *краткосрочные* - со сроком до одного года. Конечно, инвестор, купив долгосрочную ценную бумагу, может продать ее через несколько месяцев, т.е. превратить инвестицию из долгосрочной в краткосрочную. Но, как показывает практика, инвесторы обычно стремятся выбирать инструменты именно с тем сроком, на который они хотят вложить деньги, поскольку рассчитывают на их использование в дальнейшем на иные цели. Предприятие, выполняющее вложение капитала, обязательно должно соизмерять срок его привлечения со сроком его вложения. Поэтому собственный капитал и долгосрочные обязательства могут быть вложены на значительные периоды времени, а краткосрочные источники - на соответствующие срокам погашения этих обязательств периоды. Отсюда следуют и возможные направления вложений данных источников. Если собственный и долгосрочный заемный капитал используют для вложений в объекты внеоборотных активов, то краткосрочные обязательства - в оборотные активы.

Разграничение инвестиций по срочности может иметь значение и с точки зрения налогообложения доходов (в зависимости от существующего в данной стране налогового законодательства).

3. По форме вложений различают *прямые* инвестиции, представляющие собой вложения как материальные, так и финансовые, но дающие инвестору непосредственное право собственности на ценную бумагу или имущество. Примером такого вложения является приобретение ценной бумаги или пакета акций, участка земли, оборудования. В отличие от таких вложений *косвенная* инвестиция - это вложение в портфель, т.е. набор ценных бумаг. Характерным примером портфельных вложений являются взаимные фонды, которые представляют собой диверсифицированный набор ценных бумаг, выпущенных различными компаниями. Тогда, купив такую акцию, инвестор обладает не требованием к активам отдельно взятой компании, а долей в портфеле. Заметим при этом, что в экономической литературе встречается разделение форм инвестиций на прямые и портфельные (финансовые). При этом под прямой инвестицией понимается вложение только нефинансового характера, что является неточным.

4. По источникам финансирования выделяют инвестиции *централизованные*, финансируемые за счет государственных источников, т.е. бюджетных средств либо внебюджетных фондов, *собственные*, финансируемые за счет прибыли и амортизации, *привле-*

ченные, финансируемые за счет эмиссионного дохода, получаемого в результате выпусков акций, *заемные*, источником которых являются облигационный заем, заемные средства других компаний, банковские кредиты. Кроме того, централизованные, заемные или привлеченные инвестиции могут быть либо отечественными, либо иностранными.

5. По степени риска выделяют *инвестиции безрисковые, низкорискованные и высокорискованные*. Под риском при этом понимается возможность получения нежелательного результата, т.е. величины дохода ниже ожидаемого значения. Чем шире разброс значений дохода на вложенные средства, тем выше риск. Инвестиции с низким риском - это вложения, которые признаются безопасными с точки зрения получаемого дохода. Наименее рискованные вложения, которые доступны инвесторам в данной стране, носят название безрисковых и принимаются за определенную точку отсчета остальных. При этом величина риска и вид вложения определенным образом взаимосвязаны. Так, для капитальных вложений наиболее рискованным видом является новое строительство, менее рискованным - приобретение основных средств, еще менее рискованным - их модернизация. Но все-таки в каждом конкретном случае риск определяется с учетом конкретной специфики данного вложения. Например, какое-то вложение в модернизацию основных средств может оказаться более рискованным, чем приобретение новых фондов. Высокорискованные финансовые инвестиции считаются спекулятивными. Для них обычно характерен высокий ожидаемый доход, но с низкой вероятностью его получения.

6. По уровню управления можно назвать инвестиции *государственные (федеральные), региональные, отраслевые и инвестиции предприятий*. Такое их разделение связывается с размещением объекта инвестирования и (или) с источником его финансирования. Так, региональная инвестиция - вложение в объекты, расположенные в границах региона и за счет средств региональных бюджетов. Инвестиции предприятий - это вложения в активы конкретного предприятия за счет его собственных, заемных либо привлеченных источников.

7. По форме собственности выделяют инвестиции *государственные*, т.е. финансируемые за счет государственных источников, *частные*, в финансировании которых принимает участие частный капитал, а также *смешанные*, основанные на долевом участии государственного и частного капитала.

Рассмотренная классификация инвестиций дает возможность понять многообразие их характеристик, которые, в свою очередь,

накладывают свой отпечаток на содержание инвестиционного процесса.

Центральное место среди субъектов, т.е. участников инвестиционного процесса, занимает *инвестор* - юридическое либо физическое лицо, принимающее решение и осуществляющее вложение собственных денежных и иных привлеченных имущественных или интеллектуальных ценностей в инвестиционный проект и обеспечивающее их целевое использование. Виды инвесторов, как и виды инвестиций, разнообразны (рис. 2). Можно выделить ряд классификационных признаков инвесторов.



Рис. 2. Виды инвесторов

В зависимости от правового статуса следует назвать инвесторов - представителей государства, юридических лиц, инвесторов - физических лиц. В качестве представителей государства могут выступать правительство, местные администрации, государственные внебюджетные фонды, межгосударственные фонды и организации. Юридические лица представлены предприятиями, банками, инвестиционными фондами, трастовыми, страховыми компаниями, пенсионными фондами. Юридический статус инвестора предопределяет и инвестиционные интересы. Представляется, что для корпоративного инвестора характерны следующие интересы:

- повышение обеспеченности акций активами;
- увеличение дохода, приходящегося на одну акцию;
- повышение ликвидности акций;

- устранение конкуренции путем поглощения других компаний;
- привлечение новых финансовых ресурсов;
- синергетический эффект объединения средств;
- диверсификация (“захват” новых рынков).

Что же касается частного инвестора, то он стремится:

- получить прибыль от перепродажи акций;
- застраховать вложенные средства от инфляции;
- иметь гарантированный доход путем выбора наиболее “популярных” акций для вложения собственных средств;
- временно вкладывать свободные средства;
- создать источник будущих доходов;
- уменьшить риски путем увеличения инвестиционного портфеля;
- повысить свой статус;
- участвовать в управлении предприятием.

Наконец, государство инвестирует для того, чтобы

- осуществить структурную перестройку экономики,
- поддержать передовые отрасли хозяйства,
- осуществить социальные программы,
- обеспечить национальную безопасность.

По отношению к инвестируемым средствам можно выделить **институциональных инвесторов**, т.е. специалистов финансовых учреждений, которые управляют чужими средствами с целью реализации финансовых целей своих вкладчиков. **Индивидуальные инвесторы** распоряжаются личными средствами в своих финансовых интересах. Если индивидуальный инвестор затрудняется в принятии решений о вложениях, он может поручить управление своими средствами институциональным инвесторам. Основные решаемые задачи у институциональных и индивидуальных инвесторов сходны, но институциональные оперируют обычно большими объемами средств, обладают более высокой квалификацией и используют более сложные и тонкие приемы в принятии решений.

Инвестиции и инвесторы суть участники процесса, называемого **инвестированием**. **Это процесс помещения денег в специально выбранные объекты с целью увеличения их ценности и (или) получения положительной величины дохода**. Эта деятельность имеет большое экономическое значение и может выполняться как серия логически последовательных действий, а ее результатом является получение дохода.

Понятие «инвестирование» часто отождествляется с понятием «инвестиционный процесс» и «процесс принятия инвестиционных решений». С нашей точки зрения, между ними существуют разли-

чия. Так, под инвестированием следует понимать общую суть, наиболее существенные черты процесса вложения, что следует из приведенного выше определения. Понятия «процесс принятия инвестиционных решений» и «инвестиционный процесс» имеют свои характерные черты и определения. Процесс принятия инвестиционных решений включает последовательно решаемые в процессе вложений задачи применительно как к первому, так и второму этапу инвестиционной деятельности. При этом называют ряд этапов:

- постановку цели;
- разработку программы или инвестиционного плана, превращающего цель в систему операций. В частности, определяются сферы вложения и моменты осуществления этих вложений;
- выполнение оценки эффективности вложения.

Д.А. Ендовицкий в книге «Анализ и оценка эффективности инвестиционной политики коммерческих организаций: Методология и методика» [12], определяя содержание инвестиционной деятельности предприятия, так раскрывает суть и последовательность принятия инвестиционных решений применительно к долгосрочным вложениям:

1. Определение стратегических целей долгосрочного инвестирования (стратегический инвестиционный анализ).
2. Исследования и поиск вариантов капиталовложений, соответствующих стратегическим целям (оценка потребности инвестирования).
3. Изучение социально-экономической и экологической среды, в которой будут осуществляться долгосрочные инвестиции (управленческий анализ, анализ в системе маркетинга).
4. Определение и оценка результатов долгосрочного инвестирования (перспективный анализ, моделирование и калькуляция денежных потоков).
5. Предварительный отбор инвестиционных проектов (оценка целесообразности каждого варианта инвестирования, сравнительный и ситуационный анализ).
6. Санкционирование инвестиционных предложений и принятие окончательных управленческих решений (оценка соответствия целям и анализ значимости проектов).
7. Реализация инвестиционных проектов (оперативный анализ выполнения намеченных инвестиционных мероприятий).
8. Контроль за выполнением управленческих решений (ретроспективный инвестиционный анализ).

Как видно, терминология, использованная автором, характерна для инвестиций капитального характера, и тогда она описывает вто-

рой этап инвестиционного процесса - этап выбора материального объекта вложения, непосредственно обеспечивающего экономический рост предприятия. Однако те же решения по сути могут приниматься и на первом этапе - инвесторами предприятия, когда они решают вопрос о своих вложениях в те или иные предприятия. Тогда ***инвестиционные решения следует трактовать как действия всякого инвестора, имеющего капитал, - по выбору объектов вложения.*** Т.В. Теплова, например, в 1-й главе своей книги «Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями» [56] разделяет понятия «инвестиционное решение» (как решение о выборе эффективного вложения) и «финансовое решение» (как решение о выборе источников финансирования), а далее включает оба типа решений в понятие инвестиционных. Итак, под «инвестиционным решением» следует понимать комплекс решений как по выбору проектов, так и источникам финансирования, а ***«инвестиционный процесс» - это процесс взаимодействия тех, кто предлагает деньги (имеющих временно свободные деньги), с теми, кто предъявляет спрос (испытывающими потребность), в рамках которого и принимаются инвестиционные решения.*** Обе стороны встречаются либо непосредственно, либо на фондовых рынках (рис. 3).

Главными участниками инвестиционного процесса выступают государство, предприятия и частные лица, причем каждый из них может участвовать в инвестиционном процессе как на стороне спроса, так и на стороне предложения. Например, компания может как вкладывать средства в какие-либо объекты, так и предлагать инструменты (акции, облигации) для вложения в них средств других предприятий и частных лиц.

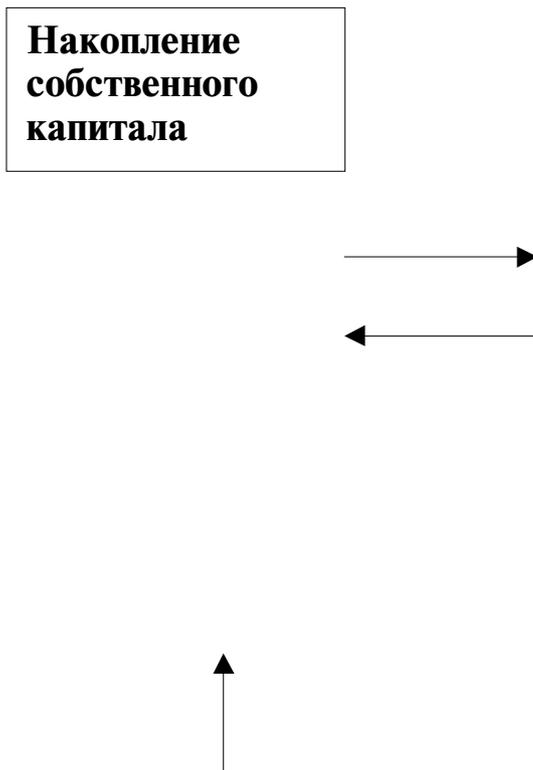


Рис. 3. Общая схема инвестиционного процесса на предприятии

Необходимо назвать еще одного участника инвестиционного процесса - **профессионального посредника между реципиентом и инвестором**. Все эти участники взаимодействуют, причем это взаимодействие может носить либо управляемый, согласованный характер, либо, наоборот, действия участников не согласованы, инвесторы и реципиенты обходятся без участия посредников, решения инвесторов принимаются экспромтом, у реципиента отсутствует представление о том, что хочет инвестор, и он тоже действует интуитивно. В условиях хорошо развитых финансовых рынков рыночная цена финансовых активов должна быть ценой равновесия спроса и предложения, а поступление новой информации о доходности, рисках, событиях в мире и стране устанавливает новое значение равновесных цен. Однако даже при таких условиях, как показывают современные события, инвестор нуждается в дополнительной информации и услугах посредника. **В России состояние финансовых рынков таково, что рыночные инструменты регулирования инвестиционных решений не работают, поэтому особенно возрастает**

тает роль и значение посредника, призванного примирять интересы двух основных участников инвестиционного процесса.

Осознанная организация инвестиционного процесса должна строиться с учетом того, что инвестиции и инвесторы многообразны. Это обстоятельство следует принимать во внимание всем его участниками. Инвесторам - понимать многообразие инвестиций и делать выбор наиболее приемлемых из них, реципиентам - видеть многообразие инвесторов и осознанно управлять процессом их привлечения, посредникам - способствовать наиболее эффективному претворению действий инвесторов и реципиентов.

1.1.2. Источники финансирования инвестиций: характеристика, критерии выбора

Принятие решений реципиентов о выборе источников финансирования инвестиций представляет собой не что иное, как выбор приемлемых инвесторов: будет ли это государство, банк, предприятие-донор, инвестор - физическое лицо, инвестор-резидент или иностранный инвестор, или целесообразнее использовать собственные источники. Поскольку инвесторы многолики, то и источники финансирования имеют разные характеристики и происхождение. В разных странах существуют различные приоритеты их выбора.

В мире известны две основные модели финансовых систем - германо-японская (институциональная) и американская (ориентированная на фондовый рынок). Для первой характерно наличие сильных банков, концентрирующих значительную часть акций и выполняющих контроль за инвестиционными решениями компаний. В Германии, например, лишь 17% всех акций принадлежат частным лицам, в Японии - 22%, в то время как банки контролируют, соответственно, 10 и 19% акций. В США, наоборот, 50% акций принадлежат частным лицам. Здесь коммерческие банки отделены от инвестиционных, а закон до недавнего времени запрещал им вкладывать деньги в акции. В американской системе корпорации больше полагаются на внутренние источники финансирования (прибыль и амортизацию) и, следовательно, более независимы от крупных банков. В странах, ориентированных на фондовый рынок, - США, Канаде, Великобритании - в 1970 - 1985 годы эти источники финансирования составляли 88,2% всех источников инвестиций, в то время как в Германии, Франции, Италии, Японии они занимали 52 - 71% всех источников (табл. 1).

Таблица 1

**Источники финансирования нефинансовых компаний
в развитых и развивающихся странах***

Страна	Внутренние источники	Внешние источники			
		Всего	Банковские кредиты	Выпуск акций	Выпуск облигаций и краткосрочных обязательств
Франция	61,4	38,6	37,3	6,3	1,5
Германия	70,9	29,1	12,1	0,6	-1,1
Италия	51,9	48,1	27,7	8,2	0,3
Япония	59,9	40,1	50,4	4,6	2,1
Среднее арифметическое	61,0	39,0	31,9	4,9	0,7
Канада	76,4	23,6	15,2	2,5	7,9
Великобритания	102,4	-2,4	7,6	-3,3	0,6
США	85,9	14,1	24,4	1,1	12,0
Среднее арифметическое	88,2	11,8	15,7	0,1	6,8
Индия	34,9	65,1	-	14,0	-
Индонезия	11,6	88,4	-	46,6	-
Южная Корея	21,0	79,0	-	44,3	-
Малайзия	66,8	33,2	-	14,9	-
Мексика	26,3	73,7	-	69,4	-
Пакистан	42,0	58,0	-	20,4	-
Тайланд	24,1	75,9	-	40,9	-
Турция	17,5	82,5	-	60,9	-
Зимбабве	42,9	57,1	-	35,2	-
Среднее арифметическое	31,9	68,1	-	38,5	-

* *Источник: Calvo G. and Kumar M. Financial Sector Reforms and Exchange Arrangements in Eastern Europe, IMF, 1993.*

Эти различия в выборе ориентации на банки либо на фондовый рынок предопределяют и принципиальные различия в структуре капитала компаний этих стран: для компаний стран, ориентированных на банковский капитал, доля заемных источников в структуре капитала занимает значительное место. В США и Канаде доходы от продажи ценных бумаг составляли 50 - 75% от финансирования за счет банковских кредитов, в то время как в континентальной Европе и Японии этот показатель достигал примерно 25%.

В странах, ориентированных на фондовый рынок (США, Великобритания, Канаде, Гонконге, Сингапуре, Австралии), более широкий и ликвидный рынок акций, рыночная капитализация которого составляла по итогам 1994 года 60% ВВП, осуществлялись 2,2 первичные эмиссии в расчете на 1 млн. населения. Банковская система

США гораздо менее концентрирована, чем во многих других западных странах. Эта система является более гибкой и лучше приспособленной для финансирования рискованных инвестиционных проектов. Корпорации в странах с такой финансовой системой больше полагаются на внутренние источники финансирования. Даже если банки отказываются прибегнуть к финансированию конкретного проекта, его удастся реализовать за счет эмиссии облигаций, акций или венчурного капитала. Европейская (японская) модель, напротив, предполагает сильное влияние банков на процессы принятия инвестиционных решений нефинансовых компаний. При этом существенно снижаются риски нестабильности, банкротства, но ценой отказа от достаточно выгодных проектов. Поэтому американская модель более конкурентоспособная. Таким образом, в каждой модели есть свои преимущества и недостатки. В развитых странах банковское кредитование и размещение акций дополняют друг друга. Как правило, чем выше процентные ставки по кредитам, тем выше и капитализация фондового рынка.

Наличие двух упомянутых моделей финансирования деятельности предприятий подсказывает, что отечественная практика должна сделать тот или иной выбор - либо в пользу сильной банковской системы, либо в пользу развитого фондового рынка, однако этот выбор до сих пор не сделан. Высокий риск инвестирования в российские предприятия должен, казалось бы, требовать американской финансовой модели, но в России доверие вкладчиков неоднократно подрывалось как государством, так и частными финансовыми компаниями.

Заметим, что в рассмотренных моделях финансирования используются несколько разные схемы инвестиционного процесса, но основа его неизменна - это двуэтапность вложений. При финансировании инвестиционной деятельности за счет банковского капитала выделяются следующие этапы инвестиционного процесса:

- средства физических и юридических лиц привлекаются банком в виде депозитов;

- банк выбирает эффективные сферы вложений и инвестирует реальный сектор либо непосредственно - вложением в конкретные инвестиционные проекты, либо опосредованно - через приобретение ценных бумаг предприятий.

По американской модели:

- средства физических и юридических лиц привлекаются на фондовый рынок с целью продажи ценных бумаг компаний;

- менеджеры предприятий выбирают эффективные варианты вложений, привлекают капитал с соответствующими характеристиками.

ками и вкладывают его в реальные активы с целью обеспечения экономического роста.

Выбор источников финансирования инвестиций осуществляется предприятиями на основании ряда характеристик, которые нами систематизированы в табл. 2.

Таблица 2

Сравнительные характеристики источников финансирования

Способ финансирования	Преимущества	Недостатки
1. Собственный капитал		
Прибыль	Отсутствует финансовый риск Не возникает проблем «разводнения» капитала	Ограниченные объемы Значительная цена источника
Эмиссия акций	Финансовый риск не возрастает Возможно привлечение значительных сумм капитала Погашение в виде выкупа акций не требуется (за исключением особых случаев) Эмиссия является положительным сигналом для кредиторов и повышает кредитоспособность компании	Высокая цена источника Снижение прибыли и дивидендных выплат в расчете на акцию, т.е. «разводнение» капитала Возможность потери контроля в управлении компанией
В т.ч. эмиссия обыкновенных акций	Наибольшие суммы привлекаемого капитала	Наибольшая цена капитала Наиболее опасные последствия потери контроля над компанией
Эмиссия привилегированных акций	Контроль в управлении не теряется Меньшая по сравнению с обыкновенными акциями цена капитала	Суммы привлекаемого капитала ограничены Невыплата дивидендов влечет возникновение прав контроля у их владельцев и невозможность выплаты дивидендов по обыкновенным акциям
Открытая подписка	Большие суммы привлекаемого капитала	Большой риск утраты контроля над компанией
Закрытая подписка	Меньший риск утраты управления над компанией	Относительно невысокие суммы привлекаемого капитала

питала, расчеты и уровень которого имеют определенную отечественную специфику.

Цена капитала (cost of capital) - это сумма платежа за привлекаемые финансовые ресурсы, выраженная в процентах. Одновременно цену капитала можно определять как доходность инвестора - владельца капитала, поэтому ее следует трактовать как доходность инвестированного капитала, которую должно обеспечить использующее этот капитал предприятие. Цена капитала характеризует издержки привлекающего капитал предприятия, поэтому неточно использовать при переводе на русский язык английский термин «cost» как «стоимость» капитала.

Поскольку для инвестиционных целей используют как собственный, так и заемный капитал, то рассматривают, соответственно, цену собственного капитала и долга.

Цена долга есть характеристика доходности инвестора, предоставляющего заемный капитал, т.е. это доходность банка, выдавшего инвестиционный кредит, либо покупателя облигации (его купонный либо дисконтный доход), либо иного заимодателя. Наличие долга у предприятий связывают с финансовым риском, который несут не кредиторы, а владельцы предприятия. В связи с наличием долга оценивается структура капитала (доля долга в общей его сумме). Увеличение этой доли приводит к наращиванию сумм уплачиваемых процентов, тем более что с ростом сумм заимствования может расти и ставка процентов. Финансовый риск проявляется в виде утраты платежеспособности, возникновения угрозы банкротства предприятия. Финансовый риск тем существеннее, чем выше процентные ставки, поэтому он особенно ощутим в России, где привлечение заемных источников происходит в основном в виде банковских кредитов по очень высоким (по сравнению с западными странами) процентным ставкам. Цена заемных источников рассматривается как более низкая по сравнению с ценой собственного капитала, поскольку в западных странах уплачиваемые проценты по долгу полностью относят на издержки предприятий и они, таким образом, не подлежат налогообложению. При соизмерении цены долга и цены собственного капитала при комбинированном способе финансирования инвестиций цена долга определяется как

$$\text{Цена долга} = (1 - Н) \frac{1}{2} K_d, \quad (1.1)$$

где K_d - процентная ставка по долгу (ставка купонного дохода по облигациям компании),

$Н$ - ставка налога на прибыль.

В свою очередь, $K_d = \text{Сумма уплачиваемых процентов} / \text{Сумма долга}$.

Проблемы российских предприятий в области привлечения долгосрочных заемных источников состоят, в частности, в недоступности последних из-за высокой ставки процента, что усугубляется системой налогообложения. Так, если предприятие при получении долгосрочных банковских ссуд, как и займов от нефинансовых организаций, не получает права даже частичного отнесения уплачиваемых процентов на издержки и, следовательно, налогового освобождения сумм уплачиваемых процентов, то цена долга непосредственно определяется процентными ставками по долгу, т.е.

$$\text{Цена долга} = \text{Кд}. \quad (1.2)$$

В соответствии с Постановлением Правительства РФ от 26 июня 1999 года № 696 «О внесении дополнения в "Положение о составе затрат по производству и реализации продукции (работ, услуг), включаемых в себестоимость продукции (работ, услуг), и порядка формирования финансовых результатов, учитываемых при налогообложении прибыли"» российские предприятия, сделавшие эмиссию корпоративных облигаций, имеют право относить на издержки часть уплачиваемых процентов по купонному доходу (в размере ставки рефинансирования ЦБ РФ плюс 3 процентных пункта).

Налоговый кодекс РФ, вступивший в силу с 1 января 2002 года, определяет, что проценты по кредитам, уплачиваемые в размере не более 1,1 принятой ставки рефинансирования, не учитываются при налогообложении прибыли. Таким образом, при установленной в настоящее время ставке рефинансирования в размере 25% процентные платежи по долгу, относимые на издержки без налогообложения, будут ограничены ставкой 27,5%. В этом случае приведенная выше формула корректируется:

$$\text{Цена долга} = \text{Кд} \frac{1}{2} (1 - \text{Н} \frac{1}{2} \text{П/Кд}), \quad (1.3)$$

где П - величина процентов, относимая на издержки.

Российские предприятия нередко используют для финансирования долгосрочных вложений краткосрочные обязательства в виде кредиторской задолженности, причем при условии нарушения сроков ее погашения. Эта ситуация является прямым следствием недостаточности развития рыночных отношений в нашей стране и, в частности, специфики реализации закона о банкротстве предприятий. Спонтанность, краткосрочность и бесплатность этого источника финансирования текущей деятельности не позволяют относить его к капиталу. Использование его для финансирования единовременных вложений связывается с финансовым риском, и бесплатность такого источника становится мнимой, так как ценой долга (Кд) при этом

будут уплачиваемые предприятием за нарушение сроков погашения задолженности штрафные санкции.

Цена собственного капитала – это доходность собственного капитала, которую можно рассчитывать в разных ситуациях по-разному. Следует сразу оговориться, что, несмотря на то, что в качестве собственного капитала чаще всего выступает прибыль, этот источник для акционерных обществ рассматривается как результат выпуска акций в прошлых периодах, поэтому цена такого источника устанавливается через рыночные характеристики акций. Цена собственного капитала имеет ряд методов расчета.

1. Метод расчета на основе модели CAPM

Эта модель основана на определении доходности, которую требует инвестор от ценной бумаги с учетом платы за риск, и использует показатель систематического риска β , а также величину доходности безрисковых инвестиций. В отечественной практике затруднительно получить значения обеих величин: значение β конкретной компании определяют одновременным наблюдением за изменениями доходности биржевого индекса и доходности акций компании в условиях развитого фондового рынка. Модель CAPM записывается следующим образом:

$$K_{с\ k} = K_{б} + \beta_k (K_{м} - K_{б}), \quad (1.4)$$

где $K_{с\ k}$, $K_{б}$, $K_{м}$ - соответственно цена капитала k -той компании, безрискового капитала и среднерыночная цена.

Такое требование к цене капитала признают справедливым со стороны портфельного инвестора, который не испытывает существенного несистематического (корпоративного) риска, не подверженного диверсификации. В ином случае необходимо учесть плату за риск, присущий компании ($K_{к}$):

$$K_{с} = K_{б} + \beta_k (K_{м} - K_{б}) + K_{к}. \quad (1.5)$$

В России до сих пор отсутствует ясное представление о безрисковой инвестиции, так как в качестве таковой обычно выступают государственные ценные бумаги долгосрочного характера, которых до сих пор нет на российском рынке. В связи с этим предлагается, например, использование в качестве безрисковой основы расчета ставки LIBOR (годовая процентная ставка на Лондонском рынке при оплате взаимных кредитов банков 1-й категории, колеблется в диапазоне 4 - 6%) [33]. Определенным выходом из положения для компаний, чьи акции не котируются на биржевом рынке, является использование в модели CAPM значения β компании-аналога. В качестве таковой рассматривают западные компании, принадлежащие определенной отрасли, поскольку на уровень β существенное влияние оказывает отраслевой фактор. Далее должен быть учтен

финансовый риск, связанный с наличием заемного капитала. Для этого показатель систематического риска корректируется по формуле Хамады [4, 72] следующим образом:

$$\beta_k = \beta_0 + \beta_0 (1 - H)D/S, \quad (1.6)$$

где D - сумма долга,

S - стоимость собственного капитала,

β_0 - бета-коэффициент компании, не использующей долга.

Приведенные модели имеют весьма ограниченное использование в России, поскольку:

а) как уже говорилось, отечественного безрискового инструмента инвестирования пока не существует;

б) величина β_0 устанавливается в условиях эффективно функционирующего фондового рынка. Таким образом, даже для «голубых фишек» в российских условиях ее корректное определение проблематично, а использование западных аналогов вряд ли бесспорно;

в) оценка внутрифирменных рисков, т.е. величины K_k , остается самостоятельной проблемной задачей.

2. Кумулятивный метод

Метод основывается на тех же принципах, что и CAPM, т.е. включает плату за систематический риск. Однако, в отличие от CAPM, значение систематического риска, связанного с экономическими, политическими, финансовыми факторами, определяется экспертным путем, что делает его более применимым для стран с недостаточно развитым фондовым рынком, каковой является Российская Федерация. Требуемая доходность (цена капитала) рассчитывается как сумма:

- доходности по безрисковым вложениям (может быть принята доходность долгосрочных государственных облигаций, доходность мирового рынка которых колеблется в пределах 7 - 9%);

- премии за рыночный риск развитого фондового рынка (могут быть взяты данные США - 5,5%);

- премии за страновой политический риск (по России - 7%) [30];

- премии за риск инфраструктуры фондового рынка (по России - примерно 10%);

- премии за риск инвестирования в конкретную компанию (может колебаться от 5 до 30%).

Таким образом, исходя из изложенного следует, что требуемая цена собственного капитала российских предприятий должна колебаться в пределах от 35,5 до 60,5%.

Использованные здесь данные получены экспертным путем в 1995 году и не учитывают позитивных изменений как политических, так и организационно-экономических факторов в России. Предпри-

прибыль расходуется на дивиденды и, следовательно, внутренние темпы роста равны 0.

Показатель внутренних темпов роста ориентирован существенным образом на анализ перспектив развития компании, возможностей выплаты дивидендов, роста стоимости капитала, а значит, рыночной цены акций и, безусловно, играет большую роль в оценке инвестиционной привлекательности компаний.

Покажем, какие факторы определяют этот показатель. Внутренние темпы роста есть характеристика роста возможностей выплаты текущего дохода и развития предприятия за счет накопленной им прибыли. При этом речь идет о чистой прибыли, которую предприятие будет расходовать на развитие, т.е., по-другому говоря, на увеличение или совершенствование капитальной составляющей имущества, которым оно располагает. Компания может приобретать новые основные средства или производства, внедрять технологии, диверсифицировать свою деятельность, т.е. осваивать новые виды деятельности или продуктов, совершенствовать качество последних, приобретать объекты интеллектуальной собственности, повышать квалификацию персонала, наконец, увеличивать сумму требуемых оборотных фондов. Все вышесказанное имеет одну цель - расширение масштабов деятельности или получение дополнительной прибыли, что, в свою очередь, повышает благосостояние держателей акций через наращивание рыночного курса принадлежащих им ценных бумаг.

Итак, внутренние темпы роста математически могут быть выражены следующим образом:

$$g_t = (NI_t - NI_{t-1}) / NI_{t-1}, \quad (1.12)$$

где g_t - внутренние темпы роста периода t ,

NI_t и NI_{t-1} - соответственно чистая прибыль компании в период t и $(t-1)$.

Поскольку рентабельность собственного капитала (ROE), представляя собой степень отдачи в виде прибыли с рубля собственного капитала (S), может быть записана как

$$ROE = NI / S, \quad (1.13)$$

а чистую прибыль можно выразить как произведение

$$NI = ROE \cdot S, \quad (1.14)$$

то из уравнения (1.12) при постоянстве рентабельности собственного капитала следует

$$g_t = ROE (S_t - S_{t-1}) / NI_{t-1}. \quad (1.15)$$

Поскольку разница в скобках определяется приростом накопленной прибыли, то

$$g_t = ROE \cdot \Delta NI_{t-1} / NI_{t-1}, \quad (1.16)$$

где NI_{t-1} - прибыль, расходуемая на накопление в период времени $t-1$.

Обозначив долю прибыли, расходуемую на накопление, через b , запишем

$$g_t = ROE \cdot b_{t-1}. \quad (1.17)$$

Таким образом, если доля прибыли, расходуемая на накопление, равна 1, т.е. предприятие не выплачивает дивиденды (что может определяться не только волей собрания акционеров, но и организационно-правовой формой его деятельности), а всю прибыль направляет на развитие, то

$$g_t = ROE. \quad (1.18)$$

Из этого равенства, а также из формулы 1.11 следует, что в таком случае

$$K_s = ROE. \quad (1.19)$$

Таким образом, *при отсутствии дивидендных выплат цена собственного капитала должна рассматриваться как его рентабельность, обеспечивающая требуемую инвесторами величину темпов роста.* Это обстоятельство следует подчеркнуть, так как, во-первых, оно не сформулировано в известных автору литературных источниках, во-вторых, доказывает, что представление относительно бесплатности собственного капитала при условии отсутствия дивидендных платежей является иллюзией. На самом деле *цена собственного капитала есть плата за привлеченный капитал в виде необходимости извлечения прибыли от его использования и обеспечения доходов собственников как в виде текущих выплат, так и в виде будущих платежей, которые обусловлены вложением прибыли в развитие предприятия в настоящем времени.* Это утверждение справедливо для предприятий всех организационно-правовых форм. Собственники, вкладывая деньги в бизнес, ожидают определенной доходности таких вложений (не менее среднеотраслевого значения рентабельности, достигнутых ранее значений и пр.).

Заметим также, что приведенная формула определения цены собственного капитала опровергает часто упоминаемый тезис о недостатке метода дисконтирования доходов как имеющий лишь определенную сферу применения - для акционерных обществ открытого типа [56].

Приведенные выше формулы позволяют оценивать капитал в режиме перспективы вложений (поскольку оценка доходности вложения прошлых периодов рассчитывается несложно через отношение суммы полученного дохода к сумме вложения), но требуют выполнения малореальных условий постоянства темпа роста получаемых доходов. На практике чаще ситуация складывается так,

отечественных предприятий. Эти обстоятельства плюс отсутствие традиций, а часто и понимания возможности привлечения капитала с фондовых рынков приводят к тому, что менеджеры вынужденно инвестируют, используя собственный капитал в виде прибыли и задолженность краткосрочного характера, в качестве которой часто (и недопустимо) выступает кредиторская задолженность, являющаяся спонтанным краткосрочным источником, что исключает признание ее в качестве инвестиционного капитала.

3. Несмотря на более высокую рентабельность продаж отечественных промышленных предприятий (у ведущих российских предприятий в среднем 18,1 вместо 9,5% у западных) [48], иностранные инвесторы все-таки не решаются вкладывать в российские предприятия, поскольку риски требуют еще более высокой платы за привлекаемый капитал. Инвестирование рискованного отечественного бизнеса может быть организовано через венчурные фирмы, которые, однако, будут вкладывать капитал только в высокодоходные перспективные производства.

1.2. Проблемы инвестиционной деятельности российских промышленных предприятий

Одной из наиболее острых проблем современной России остается достижение стабильного экономического роста. В числе факторов, оказывающих непосредственное воздействие на динамику экономического развития, решающая роль, несомненно, принадлежит инвестиционной сфере. Инвестиции затрагивают самые глубинные основы хозяйственной деятельности, определяя процесс экономического роста в целом. В сложившейся ситуации инвестиции выступают важнейшим средством обеспечения условий выхода экономики России из кризиса, осуществления структурных сдвигов в народном хозяйстве, внедрения современных достижений технического прогресса, повышения качественных показателей хозяйственной деятельности на микро- и макроуровне. Активизация инвестиционного процесса является одним из наиболее действенных механизмов дальнейших социально-экономических преобразований.

Экономическая ситуация в России в результате происшедшего в 90-е годы спада производства, острого платежного кризиса в значительной степени предопределила постоянный недостаток инвестиционных ресурсов, необходимых для развития экономики. При спаде промышленного производства за девять пореформенных лет в два раза инвестиции в основной капитал сократились в пять раз. Таким образом, глубокий системный кризис, затронувший практически все отрасли экономики России, наиболее серьезно и сильно поразил инвестиционную сферу. В течение последнего десятилетия все развитие российской экономики протекало на фоне глубокого инвестиционного кризиса. Внешними формами его проявления стали острая нехватка капиталобразующих инвестиций на рынке, устойчивое нежелание инвесторов вкладывать средства в производственный сектор экономики.

Инвестиционный кризис в России был обусловлен рядом разноплановых причин. Каждая из них имеет определенное самостоятельное значение, но все они взаимосвязаны. Рассмотрим их содержание [9, 14, 49].

Доля накопления основного капитала

Основным источником инвестиций являются валовые (национальные) сбережения, представляющие собой часть располагаемого дохода, не израсходованную на конечное потребление товаров и услуг. Соотношение валового накопления основного капитала к валово-

вым сбережениям показывает, какая часть сберегаемых в национальной экономике ресурсов используется в целях накопления и воспроизводства основного капитала в производстве (табл. 3).

Таблица 3

**Валовые накопления и сбережения в ВВП страны
в 1990 - 1997 гг.**

Показатели	Годы							
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Валовые сбережения, % к ВВП	31,0	38,8	52,7	37,0	30,0	30,0	27,2	30,0
Валовое накопление основного капитала, % к ВВП	28,7	23,3	24,7	21,0	22,0	21,3	21,7	19,9
Валовое накопление основного капитала, % к валовым сбережениям	92,5	59,9	46,9	56,7	73,3	71,0	78,1	66,9

Таким образом, все меньшая доля ВВП направляется на накопление. За приведенный период доля валовых накоплений в валовых сбережениях снизилась на 25,6 процентных пунктов. Во многих странах обеспечивается значительно более высокий показатель капитализации сбережений (например, в 1990 - 1992 гг. в США - более 108%). Процесс накопления имеет денежную и натурально-вещественную форму, при этом общая сумма денежных сбережений населения, фирм и государства должна быть обеспечена реальными инвестициями, т.е. выпуском капитальных или производственных товаров. Несоответствие денежных сбережений их реальному товарному покрытию оказывает отрицательное действие на развитие экономической системы. Основными производителями инвестиционной продукции являются отрасли машиностроения и строительства. В условиях кризисного состояния этих отраслей экономическая система утрачивает способность формировать внутренние ресурсы для накопления и инвестирования в реальный сектор. Нормализации воспроизводства до сих пор мешают высокая неопределенность перспектив развития экономики страны, сохранение высоких процентных ставок, сохранение рискованности кредитования промышленности, незначительности сумм бюджетных расходов из-за недостаточности сумм доходов и необходимости покрытия внутренней и внешней задолженности. Все эти причины существенно ограничили возможности

госбюджета по финансированию инвестиционных программ. Основной задачей на макроуровне в настоящее время является обеспечение роста реального ВВП при одновременном развертывании рынка инвестиционных ресурсов. Изношенность основных фондов продолжает оставаться чрезвычайно высокой, средний возраст промышленного оборудования достиг 16 лет, а средние фактические сроки службы составляют 32 года. По оценкам специалистов, износ большей части оборудования в промышленности наступит в 2003 – 2005 годах.

Тенденции и факторы инвестиционной деятельности в России

Для того чтобы придать экономике России новую динамику, необходимы значительные ресурсы. Поскольку российская экономика остается очень масштабной и, как следствие, чрезвычайно инерционной, необходимы инвестиции не только большие, но и концентрированные во времени и по направлениям вложений.

Кризис 1998 года и позитивные тенденции развития экономики России, сложившиеся под влиянием его последствий, привели к тому, что во второй половине 1999 года в инвестиционной сфере произошло некоторое замедление темпов спада общих объемов инвестиций по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года. Экономический рост, фиксированный в течение 1999 - 2000 годов в Российской Федерации, сопровождался наращиванием инвестиций (в 2000 году прирост составил 17%). Характерными чертами инвестиционного процесса этого периода стали (табл. 4 - 8):

- рост инвестиционной активности, увеличение объемов инвестиций в основной капитал,
- увеличение доли инвестиций в основной капитал в общем объеме инвестиций в нефинансовые активы,
- увеличение объемов инвестиций в отрасли, производящие промышленные товары,
- рост доли краткосрочных вложений в структуре финансовых вложений,
- увеличение доли бюджетного финансирования в структуре источников финансирования инвестиций,
- увеличение объемов ввода в действие жилых домов, доли индивидуального жилищного строительства,
- рост иностранных инвестиций, поступающих в нефинансовый сектор экономики России, но снижение доли прямых иностранных инвестиций в их общем объеме.

Таблица 4

**Динамика основных показателей инвестиционной деятельности,
% к предыдущему году**

	Годы					
	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Инвестиции в основной капитал - всего	90	82	95	88,0	105,3	117,4
Объем валютных иностранных инвестиций в Россию из-за рубежа	366	283	161	94,8	85,9	116,2
Объем работ, выполненных по договорам строительного подряда	94	84	94	95,0	106,1	111,5
Ввод в действие жилья	105	84	95	93,8	104,3	93,6

Таблица 5

Структура инвестиций по видам, % к итогу

Показатели	На 1.01. 1999 г.	На 01.01. 2000 г.	На 1.01. 2001 г.	На 1.04. 2001 г.
Финансовые вложения (без субъектов малого предпринимательства)	100,0	100,0	100,0	100,0
в том числе:				
долгосрочные инвестиции	36,5	26,0	22,7	20,0
краткосрочные инвестиции	63,5	74,0	77,3	80,0
Инвестиции в нефинансовые активы	100,0	100,0	100,0	100,0
в том числе:				
инвестиции в основной капитал	82,1	82,6	84,2	84,3
капитальный ремонт основных фондов	16,6	15,9	14,6	14,8
инвестиции в нематериальные активы	1,0	1,0	1,1	0,7
инвестиции в другие нефинансовые активы	0,3	0,5	0,1	0,2
Инвестиции российских предприятий за рубеж	100,0	100,0	100,0	100,0
в том числе:				
прямые	10,3	9,8	2,5	5,1
портфельные	0,3	0,0	0,2	0,0
прочие	89,4	90,2	97,3	94,9

Таблица 6

**Технологическая структура инвестиций в основной капитал,
% к итогу**

Показатели	Годы					
	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Инвестиции в основной капитал - всего	100	100	100	100	100	100
в т.ч. строительно-монтажные работы	64	63	60	54	48	47
машины, оборудование, инструмент, инвентарь	22	24	27	27	37	33
прочие капитальные работы и затраты	14	13	13	19	15	20

Таблица 7

**Структура поступающих иностранных валютных инвестиций,
% к итогу**

Иностранные инвестиции	Годы					
	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
в том числе прямые инвестиции	67,1	32,1	37,1	21,9	40,1	37,2
- портфельные инвестиции	1,1	0,7	3,3	1,6	0,1	0,3
- прочие инвестиции	31,8	67,2	59,6	76,5	59,8	62,5

Доля иностранного капитала в источниках остается незначительной по размерам. Причины этого кроются не только на макроуровне. Иностранные инвесторы среди сдерживающих рост их активности факторов называют плохой менеджмент компаний, информационную закрытость их деятельности. Многие руководители российских предприятий по-прежнему демонстрируют «нерыночный» менеджмент. В частности, в области инвестиционной деятельности, по нашему мнению, должно быть организовано управление инвестиционной привлекательностью предприятия.

Таблица 8

Структура иностранных валютных инвестиций, % к итогу

	Годы					
	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Прямые инвестиции	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
в том числе: взносы в уставный капитал	71,8	72,9	21,9	24,0	14,8	13,3
из них: материальные и нематериальные активы	-	20,6	10,5	11,1	8,1	7,5
денежные средства	-	52,3	11,4	13,0	6,7	5,8
кредиты, полученные от зарубежных совладельцев предприятия	17,5	19,1	65,9	62,6	51,7	70,9
прочие прямые инвестиции	10,7	8,0	12,2	13,4	33,5	14,5
Портфельные инвестиции	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
в том числе: акции и паи	8,0	25,0	88,3	9,0	99,3	98,3
долговые ценные бумаги предприятий	92,0	75,0	11,7	90,0	0,3	1,7
Из них: векселя	-	-	-	90,0	0,3	1,6
Прочие инвестиции	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
в том числе: торговые кредиты	18,3	8,8	3,8	16,1	28,2	24,5
прочие кредиты	54,7	62,1	69,2	80,5	64,0	73,8
из них: кредиты международных финансовых организаций	28,0	14,4	42,8	3,7	2,1	1,9

Основными локомотивами инвестиционного оживления в российской экономике стали топливно-сырьевой и инфраструктурный (транспорт и связь) секторы. Предприятия нефтедобычи в течение 2000 года увеличили свои инвестиции почти вдвое за счет существенно возросших доходов от экспорта нефти. На 2001 год НК «ЮКОС» планирует инвестиции в 1 млрд. долларов, «Сибнефть» - в 580 млн. долларов. Инвестиции добывающих отраслей приводят к ускоренному росту выпуска смежных машиностроительных производств. Динамично также инвестировала черная и цветная металлургия, газовая промышленность. В обрабатывающей промышленности лидерами инвестиций в 2000 году стали многие секторы машиностроительного комплекса, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная промышленность. Гораздо хуже обстоят дела в от-

раслях, работающих на конечный спрос населения. Слабый рост инвестиций наблюдается в легкой промышленности. Инвестиции в пищевой промышленности после подъема в двух предыдущих годах вновь сократились. Локомотивами в инфраструктурных отраслях выступили железнодорожный транспорт (рост инвестиций в 2000 году - 43%), дорожное строительство (почти 28%), магистральный трубопроводный транспорт (75%), морской транспорт (79%).

Таким образом, инвестиционная активность по отраслям крайне неравномерна: максимальных значений она достигает в нефтедобыче, газовой промышленности, черной и цветной металлургии, оставаясь весьма низкой в других (табл. 9).

Таблица 9

Инвестиции в основной капитал, направленные на развитие отраслей экономики промышленности без субъектов малого предпринимательства, % к итогу

Показатели	Годы	
	1999	2000
Инвестиции в основной капитал-всего	100,0	100,0
Промышленность - всего	41,0	42,9
Из нее:		
электроэнергетика	5,3	4,3
топливная промышленность	15,0	21,5
металлургия	5,4	5,4
химия и нефтехимия	1,9	1,8
машиностроение и металлообработка	3,8	3,2
лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная промышленность	1,6	1,7
производство строительных материалов	0,6	0,6
легкая промышленность	0,1	0,1
пищевая промышленность	6,4	3,5
Сельское хозяйство	2,8	2,6
Строительство	2,3	2,5
Транспорт	20,1	22,1
Связь	3,8	2,8

Реальная потребность в инвестиционных ресурсах отечественной экономики существенно выше достигнутых показателей. Инвестиционный подъем в отечественной промышленности сегодня финансируется в основном за счет собственных источников предприятий - прибыли, амортизационных ресурсов (табл. 10). Государственное финансирование инвестиций и в рыночной экономике может быть достаточно значительным, прежде всего в отраслях,

обеспечивающих национальную безопасность или осуществление структурных преобразований экономики, поддержку перспективных исследований и стратегически важных отраслей, где невозможна сиюминутная отдача от вложений. Однако сами размеры бюджетных средств и необходимость погашения внешних обязательств не позволяют рассматривать централизованные ресурсы как достаточные для проведения масштабной инвестиционной политики.

Таблица 10

Структура инвестиций по источникам финансирования на крупных и средних предприятиях, % к итогу

Источники финансирования	Финансовые вложения		Вложения в основной капитал		Другие инвестиции	
	На 1.10.99	На 1.10.00	На 1.10.99	На 1.10.00	На 1.10.99	На 1.10.00
Российская Федерация - всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Собственные средства	61,5	83,2	53,5	49,3	89,4	85,0
в том числе:						
прибыль (фонд накопления)	25,3	46,1	26,5	45,9	10,7	25,7
амортизация	-	4,7	-	43,4	-	24,8
Привлеченные средства	38,5	16,8	46,5	50,7	10,6	15,0
в том числе:						
кредиты банков	40,1	35,7	12,3	6,5	3,3	1,4
из них:						
кредиты иностранных банков	-	0,1	-	1,3	-	0,01
заемные средства	6,9	21,4	11,8	16,0	2,1	8,3
бюджетные средства	1,7	2,6	37,9	42,8	59,9	47,5
средства внебюджетных фондов	0,9	1,2	20,3	8,7	22,4	27,8
прочие	50,3	39,1	17,7	26,0	12,3	15,0
из них: средства от эмиссии акций	1,1	4,3	0,2	1,1	0,0	0,2

Целый ряд секторов экономики инвестируют проекты, практически не привлекая капитал со стороны. Это типично, например, для большинства подотраслей цветной металлургии, химической, целлюлозно-бумажной промышленности, лесохимии и некоторых других. Причины этого кроются в высокой доходности этих секторов, а также их институциональном статусе: многие из них напрямую контролируются иностранным капиталом. В течение 2000 года существенно

большую часть экономики. Они не могут предоставить необходимые для реструктуризации компаний средства, т.е. не выполняют роль стратегического инвестора. Традиционные кредитные риски в нашей стране дополняются рядом особенностей. В числе факторов риска при банковском финансировании реального сектора остаются отсутствие эффективного механизма реализации залогов, низкая рентабельность производства, плохое использование основных фондов, трудовых ресурсов. Уровень загрузки производственных мощностей невысок, а незагруженные мощности часто непригодны для производства пользующейся спросом продукции. Появление избыточных банковских ресурсов после кризиса 1998 года не привело к росту инвестиций в реальный сектор, т.е. они по-прежнему не работают на экономику.

Рынок корпоративных облигаций, занимая в целом небольшую долю отечественного финансового рынка, демонстрирует тенденции к росту [36]. За последние полтора года зарегистрировано примерно 50 эмиссий объемом привлеченного капитала в 2 млрд. долларов (табл. 11).

Таблица 11

Некоторые корпоративные облигационные займы (2000-2001 гг.)

Эмитенты	Объем, млн. руб.	Срок обращения
Размещенные эмиссии		
ЗАО ИК «МДМ-Траст»	7 500	4 года
ОАО «МГТС»	600	3 года
ЗАО «Алроса»	1 500	6-9 месяцев
ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат»	140	6 месяцев
ОАО «Донской табак»	70	10 лет
ЗАО «Уральская корпорация взаимных расчетов»	1	10 месяцев
Размещаемые эмиссии		
ОАО «Тюменьэнерго»	2 500	3 года
ОАО СП «Тулачермет»	1 300	3 года
ОАО «Татнефть»	200	3 года
ОАО «Концерн «Калина»»	70	3 года
ОАО «Челябинская макаронная фабрика»	15	1 год

Российский рынок корпоративных акций также слабо выполняет функцию трансформации финансовых ресурсов в инвестиции. Одним из важнейших индикаторов степени развития фондового рынка во всем мире считается соотношение между суммарной капи-

тализацией рынка акций и размером валового внутреннего продукта. Анализ показывает, что если в индустриально развитых странах этот показатель в конце 90-х годов был не ниже 60%, то на формирующихся рынках он не превышает 30%.

Фондовый рынок России и в 2001 году практически никак не связан с реальным сектором экономики, а его общая капитализация уступает аналогичному показателю крупных корпораций США или стран Западной Европы. Например, стоимость компании «Уолт Дисней» составляет порядка 80 млрд. долларов, в то время как стоимость всех предприятий российского рынка не превышала в 2000 году 70 млрд. долларов.

Основными источниками инвестиций в ценные бумаги могут в настоящее время стать средства населения. Общая сумма банковских счетов до востребования у населения составляет порядка 103,8 млрд. руб., а у предприятий 4,3 млрд. руб. Сумма депозитов населения составляет 159,2 млрд. руб., предприятий - 142,3 млрд. руб. Таким образом, предельные размеры денежного спроса населения на ценные бумаги составляют примерно 3 - 4 млрд. долл., а предприятий - 1,5 - 2,5 млрд. долл. Кроме того, по разным оценкам, в ценные бумаги может быть вложено приблизительно 18 - 25 млрд. руб. наличных денег населения. Таким образом, общий спрос на ценные бумаги может оцениваться в размере 5 - 6 млрд. долл., а российское население имеет накопления в наличной валюте предположительно 20 - 25 млрд. долл. Такие накопления среднего класса поколения 25 - 45-летних могут рассматриваться как потенциальный источник инвестиций.

Наконец, по оценкам специалистов, масштабы вывезенного за рубеж иностранного капитала за 1992 - 1999 годы достигли 150 - 160 млрд. долларов. По самым скромным подсчетам, потенциал этого источника инвестиций составляет 10 - 15 млрд. долларов. Подводя черту, можно сказать, что всего в российскую экономику может быть вложено не менее 30 - 35 млрд. долларов. Для реализации инвестиционных задач и обеспечения воспроизводственного цикла в экономике нужно не менее 15 млрд. долларов ежегодных инвестиций, а для дальнейшего обеспечения достигнутых в 2000 году темпов экономического роста 7,5% нужны 25 млрд. долларов. Как видно, существует потребность в инвестициях, с одной стороны, и достаточные средства - с другой. Однако деньги не работают, отсутствует мотивация инвестиционной деятельности. По мнению генерального директора ММВБ А. Захарова, главной базовой ценностью на рынке всегда было взаимное доверие между инвесторами, эмитентами и государством. Кризис доверия - первопричина крайне низкого качества корпо-

ративного управления в России, а отсутствие системы базовых ценностей препятствует соблюдению баланса интересов акционеров, менеджеров, клиентов и общества в целом [14].

На фондовом рынке могло бы выступать в качестве активного участника и государство. В отличие от докризисного периода, когда функция рынка государственных ценных бумаг заключалась в финансировании кассовых разрывов бюджета, оно с помощью рынка государственных ценных бумаг могло бы аккумулировать средства населения на финансирование инвестиционных программ, развитие инфраструктуры национальной экономики, как традиционной, так и новейшей, основанной на современных средствах телекоммуникаций, Интернет-технологиях. Очевидно, что государство должно занять более активную позицию в области развития фондового рынка, превращая его в реально действующий механизм привлечения средств отечественных и зарубежных инвесторов в экономику России.

Итак, напрашиваются следующие **выводы**:

1. Российский рынок инвестиций демонстрировал в 2000 году существенный рост, продолжающийся, но в более медленном темпе в 2001 году.

2. Значительная доля финансирования инвестиционной активности приходится на собственный источник - нераспределенную прибыль предприятий, а следовательно, на предприятия, экспортирующие продукцию. При этом имеет место явная недоинвестированность ряда отраслей, где размеры собственных источников не позволяют заниматься их реинвестированием.

3. В России остро стоит проблема привлечения инвестиционных ресурсов с фондового рынка, из банковской сферы. Вместе с тем как зарубежных, так и отечественных инвесторов останавливает низкий уровень менеджмента на предприятиях, их информационная закрытость, неготовность к привлечению инвестиций со стороны.

4. Вложение свободных средств населения в ценные бумаги предприятий затрудняется отсутствием должного доверия во взаимоотношениях вкладчиков, эмитентов, государства.

5. Важная задача в оживлении инвестиционных процессов - преодоление этого недоверия, формирование инфраструктуры инвестиционного процесса и управление системой взаимоотношений заинтересованных в инвестициях лиц.

1.3. Концепция управления привлечением инвестиций на предприятия: согласование деятельности инвесторов и реципиентов

Исходя из сформулированного ранее понимания сути инвестиционного процесса как такого, где взаимодействуют инвесторы, предприятия-реципиенты и посредники, уточним роль каждого участника в инвестиционном процессе.

Менеджеры предприятий принимают решения по сути имущественных изменений таких, которые в наибольшей степени устраивают собственников. Поскольку накопленная прибыль далеко не всегда сможет оказаться достаточным источником финансирования намеченного развития, делают выбор в пользу тех или иных внешних источников.

Внешний инвестор (вкладчик) принимает решение о выборе объекта вложения, в определенной последовательности вырабатывая (самостоятельно или с помощью посредника) частные оценки и процедуры отбора.

На основании изучения и обобщения многочисленных литературных источников можно представить выработанный западной финансовой теорией и практикой и применяемый частично в нашей стране алгоритм принятия внешним инвестором решений о выборе объекта вложения [2, 41, 54, 69, 70, 71]. Он включает следующие этапы:

- ставится основная цель вложения, т.е. определяются результаты, которых хочет добиться инвестор;
- делается выбор показателей, характеризующих предприятие, среду, в которой оно функционирует (страна, отрасль, регион), а также непосредственно самой инвестиции (доходность, риск, а также ликвидность для ценных бумаг);
- получают информацию о показателях - их текущие, а при необходимости исторические и прогнозируемые значения;
- выполняется прогноз доходности вложения;
- выполняется качественный и количественный анализ рисков вложений;
- используется определенная методика итоговой оценки вложения, которая позволяет охарактеризовать результаты вложения средств в то или иное предприятие.

Из сказанного следует, что в науке и практике принятия инвестиционных решений выработана регламентированная последовательность выполнения задач, но сущностная сторона - выбор анали-

зируемых показателей, методы их получения и обработки, построение интегрального оценочного показателя - носят, как правило, авторский, творческий подход и чаще всего являются «черным ящиком» для пользователей результирующей информации. По крайней мере рейтинговые агентства, например «S&P», «Moody's», не приводят точных алгоритмов расчетов рейтингов, а лишь называют наиболее значимые показатели предприятий для оценки качества их ценных бумаг. Ясно также и то, что рейтинги зависят от вида инвестиции: для корпоративных облигаций и акций (именно эти финансовые активы получают рейтинговые оценки) они различны. Представляется, что было бы целесообразно иметь подобные оценки *для большого спектра вложений, причем с учетом как его характера, так и характеристик инвестора.*

Под характеристиками инвесторов будем понимать их вид (рассмотрено ранее, в параграфе 1.1), а также инвестиционные предпочтения, которыми они руководствуются. Заметим сразу же, что именно предпочтения наиболее существенным образом определяют результат инвестиционного решения.

Предпочтения риска и доходности

В связи с этим признаком различают *инвесторов рискованных, умеренных и консервативных.* Первые из них - спекулянты, склонные к высокому риску, игре, вкладывающие средства преимущественно в ценные бумаги в надежде получить высокий доход в скором будущем. Заметим, что принадлежность к этой группе для инвесторов - физических лиц часто связывается как с их личностными характеристиками, так и с возрастом (чаще молодой). Напротив, консервативный подход, т.е. предпочтение надежных вложений с невысоким доходом свойственно инвесторам немолодым и консерваторам по своему отношению ко всяким приобретениям. Средняя группа - это скорее всего профессионалы, соизмеряющие две характеристики - риск и доходность в умеренном сочетании и именно такой подход характерен при выборе вложений пенсионными, инвестиционными, страховыми, трастовыми фондами и компаниями. Их отношение к риску и доходности зависит часто также от тактических задач, связанных с формированием портфелей ценных бумаг.

Таким образом, признание привлекательным объекта вложения будет различным у названных групп инвесторов - для одних предпочтительны рискованные и доходные вложения, для других - наоборот.

Отношение к временным горизонтам

Инвестор может преследовать долгосрочный подход к инвестированию, т.е. вкладывать средства на длительный период, либо, наоборот, - с намерением получать «быстрый» доход. Способность давать отдачу как в быстрой перспективе, так и длительной характерна и для капитальных инвестиций, и для финансовых. Вложение в материальные объекты может иметь различные сроки окупаемости - от нескольких месяцев до десятков лет. Заметим, что время и риск - это сопутствующие характеристики: увеличение срока вложения автоматически повышает его риск. Кроме того, экономическая и политическая нестабильность, значительная инфляция - факторы, удерживающие инвесторов от принятия долгосрочных инвестиционных решений, а банки - от их кредитования. Именно поэтому в России в первые годы рыночных преобразований финансировались инвестиционные проекты с кратчайшими сроками окупаемости. Продолжительность вложения в ценные бумаги часто сопоставляют с двумя составляющими дохода: текущим (дивиденды, проценты), а также свойственным для акций капитализированным доходом, т.е. ростом курсовой стоимости акций либо дисконтным доходом для облигаций. Предпочтения видов доходов у инвесторов, как и предпочтения риска или доходности, связывают у частных инвесторов с их возрастными характеристиками, а у предприятий - с принимаемой инвестиционной стратегией.

Связь инвестиционных предпочтений и возрастных характеристик инвесторов Л.Дж. Гитман и М.Д. Джонк комментируют следующей схемой, говорящей о стадиях инвестирования в процессе жизненного цикла инвесторов [8]:

Как видно, капитализированный доход интересует инвесторов молодого возраста, ориентированных на прирост капитала, т.е. повышение курсовой стоимости акций. Молодые инвесторы не располагают большими суммами инвестирования и курсовые доходы рассматривают как быстрый и верный способ прироста капитала. Такие инвесторы склонны к приобретению акций быстрорастущих компаний. Так, например, именно такие инвесторы были наиболее активными покупателями акций американских интернет-компаний, биржевой индекс которых в течение 2000 года вырос более чем в 2 раза. Такие инвесторы склонны к использованию ценных спекулятивных бумаг и таких инструментов инвестирования, как «пут» и «колл»,

опционных контрактов, курс которых может значительно вырасти за относительно небольшой промежуток времени.

При достижении средних возрастных характеристик (45 лет и более) потребности и платежеспособность инвесторов претерпевают значительные изменения. Их стратегия инвестирования приобретает менее спекулятивный характер. Используются инструменты, ориентированные на качество роста, больше внимания уделяется текущему доходу как важному источнику поступлений. В качестве инструментов инвестирования выбираются акции компаний «блю-чипс», привилегированные акции, облигации с высоким уровнем рейтинга, инвестиции с налоговыми льготами. Наконец, при достижении пенсионного возраста основной задачей становится сохранение капитала и текущий доход. Прирост капитала рассматривается как приятный, но побочный продукт инвестирования. Приобретаются ценные бумаги только высоконадежные, больше денег размещается на текущих банковских счетах. Конечно, нарисованная картина характерна для инвесторов стран, где существует развитый рынок ценных бумаг и рассматривается лишь как иллюстрация будущей жизни и поведения российских инвесторов.

Для предприятий-инвесторов текущий доход интересен как средство сохранения от инфляции свободных денежных средств, которые можно конвертировать в ценные бумаги с высокой ликвидностью и при необходимости выполнить обратную конвертацию. Конечно, предприятия могут реализовывать и стратегию получения капитализированного дохода, вкладывая средства в уставный капитал других предприятий, приобретая крупные пакеты акций либо бизнес в целом, финансируя инвестиционные проекты, как это делают венчурные фирмы, осуществляющие прямые инвестиции с пониманием, что возврат денег может осуществляться в отдаленном времени. Заметим при этом, что и уровень дохода, на который здесь рассчитывают, значительно выше, чем при краткосрочных намерениях.

Предпочтения видов участия в бизнесе

Участие в бизнесе может быть реализовано в виде права голоса на собрании акционеров держателя обыкновенных акций. Более полноценное участие дает крупный пакет акций. Таким образом, решая стратегическую цель - скупки контрольного пакета акций компании, инвестор рассматривает ее как привлекательный объект для вложений по сравнению с другими, характеризующимися даже более высокими фундаментальными показателями. Наоборот, известно, что такие скупки проводят зачастую в отношении слабых компаний,

находящихся в состоянии финансового кризиса с намерением, провести их реформирование, добиться значительной доходности вложения. Аналогичные намерения преследуют и венчурные фирмы. Не зря они часто требуют выделения финансируемого ими инвестиционного проекта в самостоятельный бизнес, 20 - 49,9% акций которого будет принадлежать венчурному капиталисту и тем самым обеспечиваться контроль управления предприятием. Требование участия в уставном капитале предприятия является мерой снижения рисков вложений и для инвестиционных банков.

Предпочтения вида вложения

В зависимости от размера инвестиционных ресурсов, личностных характеристик инвесторов, типа инвестиционной компании, а также страновых особенностей, состояния фондового рынка страны могут возникать предпочтения вложений а) в объекты основных средств, б) разработку новых товаров, в) в облигации либо акции, г) приобретение предприятий, д) на депозитные банковские счета, е) в золото.

Отношение к социальным последствиям вложений

Учет социальных последствий инвестиций свойствен прежде всего для государственных инвестиционных вложений. Государство, финансируя социально важные объекты, может пренебречь экономической его эффективностью. Но это отношение переходит и в коммерческую сферу.

Развитие социальной ответственности общества, *консьюмеризма* как течения, связанного с осознанием потребителями своей ведущей рыночной роли, что и характерно для рынка покупателя, а не продавца, породило концепцию хозяйствования, называемую социально-этическим маркетингом. Покупатели предъявляют повышенные требования к товарам, экологически чистым, безопасным в эксплуатации, не наносящим ущерба окружающему пространству. Происходит переориентация покупателей к продавцам, предлагающим не просто товар, но определенный имидж, стиль жизни. Эта же тенденция распространяется на бизнес в целом и на инвестиционную деятельность в частности. Появилось понятие «социально ответственных инвестиций» [55]. Представителем такого бизнеса является, например, западноевропейский Triodos Bank, имеющий отделения в трех странах - Бельгии, Голландии, Великобритании. Суть концепции банка - финансирование социально значимых проектов или проектов в сфере окружающей среды. Он ориентирован на вкладчиков, которые недовольны менеджментом многих банков,

ориентированных на максимизацию финансовых результатов от инвестиций, независимо от социальных последствий проектов. При этом вкладчик такого банка осведомлен, на какие цели будут использованы его средства. У Triodos Bank есть последователи в Европе.

Вывод из всего вышесказанного: существуют различные сегменты рынка инвестиций, т.е. группы инвесторов, обладающие сходным отношением к выбору инвестиций и, следовательно, одинаково реагирующие на определенные инвестиционные характеристики предприятий. Как невозможно (и нецелесообразно) предприятию предлагать товары для всех безусловно потребителей на рынке, так и невозможно быть одновременно привлекательным для всех сегментных групп инвесторов. Аналогично - отдельно взятые инвестиции могут быть по-разному привлекательны для разных групп инвесторов вследствие того или иного сочетания в них важных для инвестора характеристик.

В зависимости от имеющихся инвестиционных предпочтений выполним следующую группировку инвесторов:

- **тип А** - инвестор, приобретающий акции или облигации на длительный срок в надежде получать дивиденды (проценты);

- **тип В** - инвестор, приобретающий ценные бумаги на непродолжительный срок с целью их последующей перепродажи по более высокой цене;

- **тип С** - инвестор, покупающий акции с целью приобретения контроля над предприятием и ставящий своей целью не только получать дивиденды, но и принимать активное участие в выработке тактики и стратегии компании, ориентируясь на увеличение стоимости принадлежащей ему собственности;

- **тип D** - инвестор, приобретающий бизнес с целью его ликвидации;

- **тип E** - инвестор, кредитующий конкретные реальные инвестиционные проекты под гарантии владельца объекта вложения в виде пакета акций предприятия-реципиента;

- **тип G** - государство, инвестирующее предприятия определенной отрасли в процессе структурной перестройки экономики, социально значимые объекты, градообразующие предприятия.

В условиях трансформации экономики России в 1990-е годы и перехода к рыночной системе хозяйствования кардинальные изменения произошли и в организации инвестиционного процесса, возникла объективная необходимость формирования принципиально нового механизма финансирования инвестиционной деятельности

как на микро-, так и на макроуровне. Это обусловлено рядом обстоятельств: существенным изменением инвестиционного статуса и роли государства и негосударственных структур, разделением их функций в сфере инвестиционной деятельности; значительным сокращением доли централизованных инвестиций в их общем объеме, изменением структуры последних по формам собственности в связи с проведением приватизации; значительным ростом количества объектов инвестирования, изменением состава и соотношения внутренних и внешних источников инвестиций, способов и критериев их распределения.

В настоящее время государство видит своей целью создание благоприятных условий для активизации инвестиционной деятельности и стимулирования частных инвестиций, в том числе иностранных, при одновременном ограничении своего участия в качестве непосредственного инвестора. Решающее значение придается росту объема и эффективности именно частных инвестиций, основными источниками которых должны стать как собственные внутренние средства предприятий, так и привлеченные (внешние) в виде эмиссионного дохода, а также заемные источники.

Однако парадоксальность ситуации состоит в том, что инвестиционные ресурсы востребованы реальным сектором экономики, имеются в наличии, но вложений не осуществляется.

Одной из важнейших нерешенных проблем остается отсутствие инфраструктуры рынка инвестиций, призванной направлять потоки капитала, связывать держателя средств с получателем, распространять необходимую информацию, минимизировать риски и повышать тем самым эффективность инвестиционного процесса.

Инвестиционная инфраструктура должна включать:

- развитую банковскую систему, способную инвестировать реальный сектор;
- инвестиционные и пенсионные фонды как держателей долгосрочных капиталов. Через них будут с минимальными рисками инвестировать физические лица;
- рейтинговые и экспертные институты, формирующие инвестиционные рейтинги отдельных компаний и их ценных бумаг;
- инвестиционных консультантов, формулирующих требования инвестора, выполняющих выбор как вложения, так и инвестора, способных оказать консультационную поддержку предприятиям (в частности, в России по реструктуризации и реформированию, повышению платежеспособности);

Исходя из этого, разработка механизма управления процессом привлечения инвестиций должна включать:

- определение критериев принятия решений инвесторами (посредниками) относительно привлекательности предприятий для вложения. Информационное обеспечение таких решений;

- выполнение процедур оценки вложений с учетом разнообразных предпочтений инвесторов;

- разработку принципов и методов деятельности менеджеров предприятий, обеспечивающих привлечение инвестиций. Определение факторов управления инвестиционной привлекательностью и путей целенаправленного воздействия на них с целью привлечения достаточных объемов инвестиционных ресурсов на приемлемых для предприятия условиях.

II. МЕХАНИЗМ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ИНВЕСТОРА: ВЫБОР ПРЕДПРИЯТИЙ ДЛЯ ВЛОЖЕНИЯ КАПИТАЛА

2.1. Сущность инвестиционной привлекательности объектов для инвестора

В западной экономической литературе словосочетание «инвестиционная привлекательность» (“investment opportunity”) используется для характеристики благоприятности внешней относительно объекта вложения среды для вложения в данный объект в настоящем периоде времени. Иначе говоря, термин определяет состояние внешней среды, а не непосредственно объекта вложения. Что же касается отечественных экономических изданий, то обсуждаемый термин вошел в обиход и стал весьма актуальным в начале 90-х годов, с начала процессов приватизации, когда впервые появились крупные компании (акционерные общества) и приватизационные чеки, предназначенные для вложений в приватизируемые объекты (предприятия). В связи с этим стала обсуждаться проблема целесообразности вложения средств (приобретения акций) в то или иное предприятие, т.е. выбора наиболее инвестиционно привлекательных из них. Характерной чертой публикаций по данной проблеме того времени являлось то, что обсуждалась, по сути, проблема качества акций приватизированных предприятий и российские ученые стали осваивать и переносить на отечественную почву положения западной теории анализа привлекательности для инвесторов вложений в ценные бумаги - *фундаментального анализа*. Это характерно для публикаций В. Теплицкого, Л. Философова, А. Шилова, М. Крейниной, А. Шеремета, сделанных в 1992 - 1994 годах [29, 57, 58, 59, 66]. Заметим при этом, что в тот период понятия «инвестиционная привлекательность предприятия» и «качество акций предприятия» не разделялись, а инвестиционную привлекательность предприятия ряд авторов оценивали лишь по его финансовому состоянию.

Несмотря на актуализацию проблемы инвестиционной привлекательности, в российских экономических изданиях не дано должного определения, не описано многообразие понимания этой характеристики и, что самое главное, - научные рекомендации относительно оценки инвестиционной привлекательности до сих пор либо носят достаточно теоретический характер, либо предлагают количественные подходы к диагностике лишь ее отдельных составляющих. Кроме того, в экономической литературе, обсуждающей проблему инвестиционной привлекательности, до сих пор нет разграничения между привлекательностью инвестиций и привлекательностью предприятий.

Часто авторы, обсуждающие проблему инвестиционной привлекательности, не раскрывают это понятие, считая, видимо, что формулировка говорит сама за себя. Однако М.Н. Крейнина [29] дает определение инвестиционной привлекательности предприятия как *характеристики целесообразности вложения в него средств*. Несколько более общая формулировка принадлежит В. Теплицкому и Ю. Костюковскому [57]: *«Под инвестиционной привлекательностью предприятия понимается наличие устойчивого совокупного экономического эффекта от производственно-хозяйственной деятельности этого предприятия»*. Как М. Крейнина, так и В. Теплицкий и Ю. Костюковский ограничивают оценку инвестиционной привлекательности предприятия показателями финансового состояния.

Взяв за основу определение М. Крейниной, но признавая сравнительный характер обсуждаемого понятия, уточним его следующим образом: *инвестиционная привлекательность - это характеристика предпочтительности вложения средств в данный объект по сравнению с другими аналогичными объектами исходя из критериев принятия решений инвестором*. Инвестор, сравнивая привлекательность объектов для вложения, оценивает их инвестиционную привлекательность, т.е. определяет уровень, измеряет влияние важных для себя факторов, что и позволяет ему делать обоснованный выбор. Таким образом, *оценка инвестиционной привлекательности есть степень целесообразности вложения средств в тот или иной объект, критерий сравнения объектов и выбора лучшего среди них с позиций определенного типа инвестора*.

Ввиду многообразия объектов, этапов и критериев оценок инвесторов следует признать также и многообразие понятия «инвестиционная привлекательность». Рассматривать сущность этого поня-

тия предлагаем, соблюдая *принцип дифференцированного подхода к понятию инвестиционной привлекательности*.

Комплексность понимания термина «инвестиционная привлекательность» нашла отражение в теории фундаментального анализа, используемого для выбора привлекательных вложений в ценные бумаги. Фундаментальный анализ включает три этапа: а) общеэкономический анализ, б) отраслевой анализ, в) анализ отдельных компаний [2]. Таким образом, инвестор выбирает сначала наиболее привлекательную страну (либо временной этап состояния экономики), затем - наиболее перспективную для вложения отрасль, а далее - компанию, акции которой заслуживают приобретения.

С. Суверов в статье «Фундаментальный анализ на российском рынке. Обобщение опыта» [54] приводит определение понятия «фундаменталист» из словаря Дж.М. Розенберга «Инвестиции»: «...это лицо, которое уверено, что наилучшие результаты от инвестиций можно получить, тщательно изучая отчетность фирмы и состояние отрасли, в которой она функционирует, а также экономики в целом». В этой же публикации подчеркивается, что фундаментальный анализ - это разновидность *внешнего* анализа фирмы для целей инвестирования в корпоративные ценные бумаги. Обобщая опыт фундаментального анализа, С. Суверов, показывает, что он включает следующие организационные этапы:

- выделяют страны, регионы внутри стран, отрасли и предприятия, наиболее предпочтительные для инвестирования;
- исследуется ликвидность ценных бумаг выбранных предприятий;
- выявляются ликвидные недооцененные акции по их финансовым показателям. Выбираются наиболее привлекательные из них.

Из этого материала следует еще большая дифференциация понятия «инвестиционная привлекательность». Здесь упоминается необходимость выбора инвестиционно привлекательных стран, отраслей, регионов, компаний, непосредственно ценных бумаг. При этом этапы выбора определяются позицией инвестора: он может принимать решения о вложении, начиная со страновых характеристик, и тогда пройдет все этапы выбора, а может заранее ограничивать свои намерения конкретным регионом и отраслью - тогда достаточно выбирать лишь привлекательное для вложения предприятие и его ценные бумаги. При выборе привлекательного объекта вложения материального характера последовательность этапов будет следующая - страна, отрасль, регион, предприятие, сам инвестиционный проект.

Таким образом, справедливо выделять следующие самостоятельные понятия.

А. Инвестиционная привлекательность страны

Такая оценка выполняется иностранными инвесторами (специализирующимися на расчетах рейтингов инвестиционной привлекательности отдельных стран агентствами) с целью выбора привлекательных стран для вложения капитала, а также инвесторами-резидентами, оценивающими наиболее предпочтительный вид и время вложения исходя из общеэкономической и политической ситуации. Например, в условиях инфляции наиболее предпочтительные вложения - в товарные запасы, в условиях падения курса национальной валюты - в сбережения в твердой валюте, при снижении процентных ставок, налогового бремени при выполнении операций с ценными бумагами - в акции компаний, при повышении ставок ссудных процентов - в банковские вклады, и т.д. Оценка общеэкономической привлекательности строится на основе имеющейся взаимосвязи между ожидаемыми доходами той или иной компании и общеэкономической ситуацией. В стабильной экономике курсу акций свойственна тенденция к росту, и наоборот. Эта взаимосвязь не является совершенной, однако признается достаточно сильной. Характер изменения экономики в конкретный период отражается в цикле деловой активности, или бизнес-цикле. К наиболее важным показателям бизнес-цикла относят валовой национальный продукт и объем промышленного производства. Индексы падают как только экономика страны переходит в зону экономического спада. Другими важными характеристиками экономики являются налоговая политика (ее эффективность), денежная политика (в частности, процентные ставки), инфляция, инвестиции в развитие бизнеса, потребительские расходы, внешняя торговля, валютные курсы. В развитых странах отслеживают так называемые индикаторы развития конъюнктуры: индексы деловой активности, потребительской активности, экономической активности. Повышение индекса деловой активности свидетельствует о положительной перспективе изменения биржевого индекса, следовательно, о целесообразности вложения средств в ценные бумаги.

Нерезидентам интересны также: степень экономической свободы, информационная прозрачность рынков, законодательная защищенность прав иностранных инвесторов. Помимо названных показателей, ими оцениваются и политические факторы. Страновая инвестиционная привлекательность оценивается известными рейтинговыми агентствами, которые учитывают инвестиционные риски, сопутствующие вложению в объекты предпринимательской дея-

тельности той или иной страны, причем рейтинги корректируются с учетом происходящих в данной стране изменений. Рейтинги, присваиваемые тем или иным странам, характеризуют привлекательность вложений в государственные ценные бумаги этих стран, т.е. платежную способность государства, которая определяется множеством факторов. Так, известное агентство S&P в 2001 году оценивает Российскую Федерацию рейтингом кредитоспособности «В - / Стабильный/ С». Этот рейтинг валютных российских облигаций присвоен взамен «ССС» как следствие проявленной готовности России обслуживать свой внешний долг как в 2001, так и в следующем за ним году, а также решения российских властей обеспечить полное обслуживание своих долгов перед Парижским клубом. Однако более высокому рейтингу мешают политическая нестабильность, отсутствие последовательной экономической политики, слабые основы налогово-бюджетного законодательства, недостаточность внешней ликвидности, шаткое положение банковского сектора, серьезные недостатки структурного, институционального и правового устройства. Именно эти обстоятельства обуславливают низкий рейтинг, характеризующий непригодность для инвестиций [62].

Б. Инвестиционная привлекательность отрасли

Оценка инвестиционной привлекательности отрасли ведется на основе анализа особенностей функционирования отдельных отраслей, т.е. отраслевого анализа. При этом учитывается, что экономическое развитие отрасли не обязательно должно идти параллельно развитию общеэкономической конъюнктуры. Среди отраслей есть как опережающие общеэкономическое развитие, так и развивающиеся вслед за конъюнктурным циклом. Инвестор может сформулировать компетентное мнение относительно конкретной отрасли, изучая следующие проблемы:

- каков характер отрасли, т.е. является ли она монополистической или внутри нее существует множество конкурирующих предприятий;
- в какой степени данная отрасль регулируется и насколько лоялен характер взаимоотношений регулирующих органов с предприятиями отрасли;
- каковы трудовые взаимоотношения, какова роль профсоюзов на предприятиях данной отрасли;
- состояние технических разработок в пределах отрасли, их важность и перспективность;
- перспективы спроса на продукцию предприятий отрасли.

Изучение перечисленных проблем ведется в контексте понятия отраслевого цикла роста. Первый этап - ***первоначальная разработ-***

ка - характерен для зарождающихся отраслей, когда риски вложения в нее велики. Второй этап - *стремительное расширение* - соответствует периоду широкого сбыта продукции, характеристики отрасли мало соответствуют общеэкономическим характеристикам, а привлекательность отрасли для инвесторов значительна. Далее следует этап *зрелого роста* - наиболее чувствительный к общеэкономическим изменениям; расширение производства на этом этапе объясняется не новизной продукции, а является результатом общего экономического роста. При наступлении третьей стадии становится очевидным долгосрочный характер отрасли. Наконец, четвертый этап - *стабильность или упадок*, когда спрос на продукцию снижается и компании начинают покидать эту отрасль. Большинство компаний не доходят до этой стадии, а оставшиеся в ней привлекают инвесторов, лишь ориентированных на получение дивидендного дохода.

При оценке инвестиционной привлекательности отрасли инвестор ставит задачу оценить перспективы ее развития, ожидаемую реакцию отрасли на предсказанные экономические изменения. В этом случае наиболее важны показатели спроса на продукцию и объемы сбыта, поэтому изучаются величина поступающих заказов и объем промышленного производства, динамика прибыли на предприятиях данной отрасли.

Советник российско-германской программы TRANSFORM Пауль Фишер [60, 61] на основе портфельного анализа отраслей по типу матрицы БКГ (Бостон Консалтинг Групп) и изучения их жизненного цикла определил позиции отраслей экономики Российской Федерации с точки зрения их приоритетности для прямого инвестирования. В качестве отраслей - «звезд» и «знаков вопроса», находящихся на стадии роста жизненного цикла, он определил военное авиастроение, кораблестроение, телекоммуникации. Эти отрасли занимают большую долю национального рынка при низком импорте, способствуют поддержанию высокого уровня национальной конкурентоспособности и прежде всего имеют высшие приоритеты в получении прямых инвестиций (рис. 4).

Ряд отраслей, по мнению П. Фишера, принадлежит к группе «дойных коров» (нефтяная, газовая). У них высокий экспортный потенциал, они имеют крупные доли на отечественном рынке и находятся на стадии зрелости жизненного цикла, нуждаются в точечных инвестициях для своей модернизации. Они не являются приоритетными для прямого инвестирования, в большей степени необходимо развитие отраслей-потребителей (производство пластмасс, особая химия).

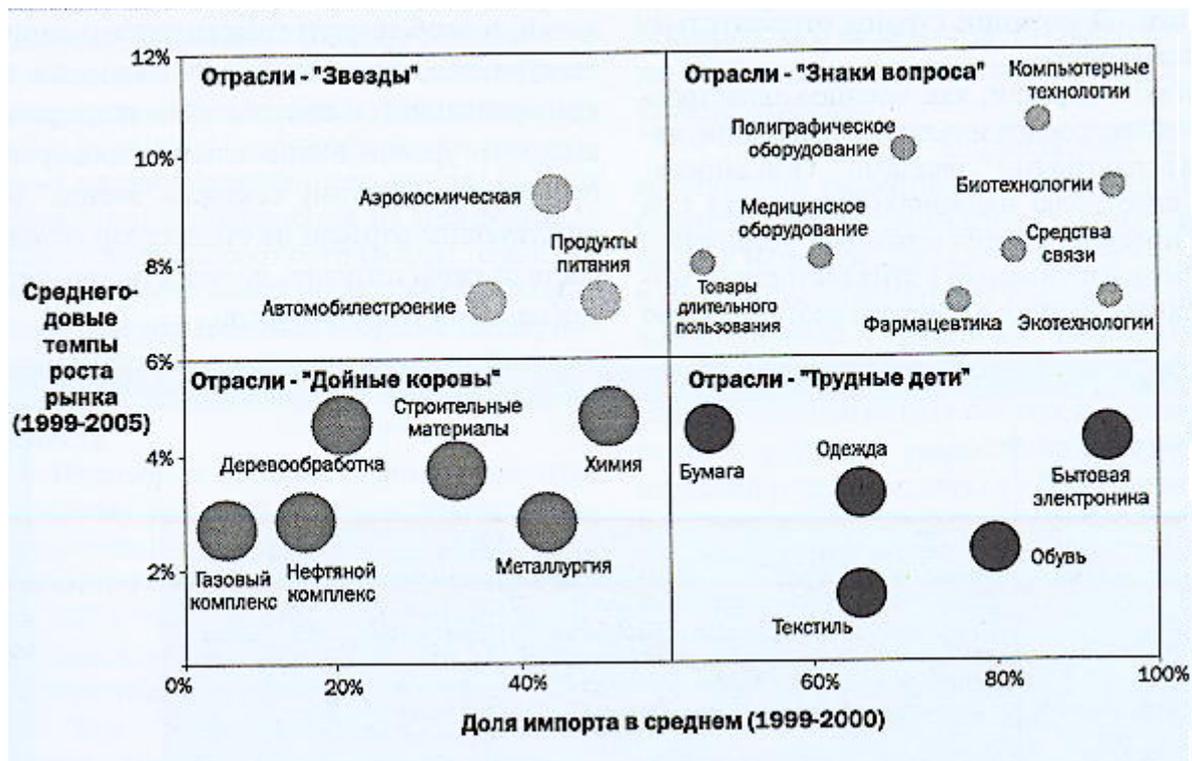


Рис. 4. Российский отраслевой портфель

По результатам рейтинга «Эксперт-200» оценка позиций отраслей российской промышленности в Бостонской матрице на примере 200 ведущих компаний Российской Федерации получена несколько иная, нежели у П. Фишера [48]. Здесь использованы иные факторы позиционирования отраслей в матрице - динамика выручки предприятий («темпы роста») и рентабельность продаж (рассчитанная по чистой прибыли).

Кроме того, данные этих оценок более свежие.

Отмечаются кардинальные изменения позиций отраслей промышленности по сравнению с 1999 годом. В частности, их положения в матрице в 1999 году были сконцентрированы в одной области, а в 2000 году резко разделились. В «звездный» сегмент попали цветная металлургия и нефтегазовая отрасль (25% рентабельность продаж против 11,7% по промышленности в целом и 75% темпов роста). Химическая отрасль попала в сегмент «знаки вопроса», где высокие темпы роста сопровождаются более низкой, чем у «звезд», рентабельностью продаж (12% рентабельность продаж и примерно 77% роста). Поскольку показатели рентабельности ненамного отстают от среднего уровня (18,1%) по рейтингу «Эксперт-200», то можно прогнозировать перемещение этой отрасли в сегмент

Санкт-Петербург, Вологодская область, Краснодарский край, Ярославская область, Республика Татарстан и Орловская область. Регионы, имеющие ведущие позиции как по уровню рисков, так и инвестиционному потенциалу, – Москва, Санкт-Петербург, Краснодарский край, Республика Татарстан. Отмечается, что наибольший объем капитальных вложений в 2000 году пришелся на сырьевые регионы, в основном характеризующиеся умеренными рисками, но средним или пониженным инвестиционным потенциалом.

Г. Инвестиционная привлекательность предприятия, в деятельность которого вкладывает свои средства инвестор.

Даже в пределах инвестиционно малопривлекательных отраслей и регионов могут иметь место привлекательные для инвестора предприятия, и, наоборот, выбрав привлекательную отрасль и регион вложения капитала, инвестор должен решать задачу выбора привлекательного предприятия, принадлежащего ранее выбранным отраслям и регионам. В зависимости от намерений инвестора его оценки могут затрагивать: а) действующее предприятие, проблему целесообразности приобретения акций которого решает инвестор; б) вновь создаваемое предприятие, в уставный капитал которого инвестор намерен сделать вложение; в) предприятие, пакет акций которого предполагает приобрести инвестор; г) предприятие, которое намерен приобрести инвестор с целью дальнейшей перепродажи; д) предприятие, которое приобретается с целью дальнейшей ликвидации; е) предприятие, размещающее облигационный заем; ж) предприятие, получающее ресурсы от инвестора непосредственно для освоения капитальной инвестиции, т.е. конкретного инвестиционного проекта. При этом сам проект может быть и привлекателен, а предприятие, намеревающееся его реализовать, – нет. Аналогично и для оценки инвестиций в ценные бумаги: сами по себе ценные бумаги могут иметь хорошие рыночные характеристики (текущую доходность, ликвидность), однако при этом также могут существовать характеристики самого предприятия (как проблемные, так и позитивные), пока не проявившиеся в характеристиках ценных бумаг. В пределах перспективной отрасли, в регионе с высоким инвестиционным потенциалом могут обнаруживаться предприятия, привлекательные для вложения, и наоборот. Наконец, в стране с высокими инвестиционными рисками инвесторы находят привлекательные для вложения предприятия.

Конечно, инвестиционная привлекательность каждого упомянутого выше предприятия-реципиента имеет специфику понимания и характеризуется различными показателями. Более того, в одних

случаях позитивным фактором для инвестора будет высокий уровень характеристик такого предприятия, в других - наоборот, поскольку низкая рыночная стоимость его обеспечивает выгодность приобретения с целью ликвидации либо установления контроля. Настаивая на целесообразности разделения понятий *«инвестиционная привлекательность актива (непосредственно объекта вложения) как такового»* и *«инвестиционная привлекательность предприятия»*, нельзя не упомянуть, что последнее будет служить характеристикой инвестиционного потенциала либо риска вложения инвестора.

Д. Инвестиционная привлекательность непосредственно объекта вложения (актива) вне зависимости от предприятия, его реализующего.

Основными характеристиками привлекательности инвестиции как таковой являются риск и доходность.

Д.1. Инвестиционная привлекательность конкретного проекта в виде вложения в материальные или нематериальные активы. В соответствии с мировой практикой оценка проектов ведется с учетом их доходности и рисков и включает использование приведенных (дисконтированных) чистых денежных потоков. На их основе рассчитывают ряд традиционных показателей эффективности - чистую текущую стоимость (NPV), внутреннюю норму доходности (IRR), коэффициент рентабельности (PI) и срок окупаемости. Кроме того, выполняется оценка рисков проектов и их финансовое обоснование. Эти подходы лежат в основе Методических рекомендаций по оценке эффективности инвестиционных проектов (вторая редакция), изданных в Российской Федерации в 2000 году под руководством В.В. Коссова, В.Н. Липсица и А.Г. Шахназарова [33].

Д.2. Инвестиционная привлекательность конкретной финансовой инвестиции, чаще всего представляющей собой приобретение ценной бумаги какой-либо компании либо пакета ценных бумаг. Инвестиционные предпочтения для вложения в акцию будут определяться характеристиками данной ценной бумаги: ее текущей рыночной доходностью, степенью оцененности рынком (что предопределяет будущую доходность вложения), ликвидностью, значением систематического риска, а также размером пакета акций, поскольку крупный пакет акций позволяет осуществлять контроль за компанией и таким образом гарантировать определенные доходы инвестора. При вложении в облигацию важное значение имеет величина купонного или дисконтного дохода по отношению к стоимости приобретения этого актива.

Таким образом, оценка инвестиционной привлекательности предприятия представляет собой самостоятельный круг проблем, рассматриваемый в контексте ряда смежных, но самостоятельных задач по оценке инвестиционной привлекательности страны, отрасли, региона и отдельно взятого актива.

Слагаемые оценки должны быть различными в зависимости от задач, схем и условий вложений.

1. Пусть инвестор оценивает привлекательность вложения в ценные бумаги, выпущенные с целью финансирования конкретного инвестиционного проекта, реализация которого осуществляется на вновь создаваемом предприятии. Аналогичная процедура оценки характерна для венчурных фирм, которые финансируют проект на условиях создания для этого нового предприятия и участия в его уставном капитале. В этих случаях инвестор оценивает инвестиционную привлекательность будущей компании, которая преимущественно определяется стоимостью создаваемого предприятия.

2. Инвестор оценивает привлекательность вложения в акции дополнительной эмиссии, выпущенные с целью финансирования очередных инвестиций в материальные активы. Инвестиционные характеристики такого вложения определяются инвестиционной привлекательностью данной отрасли, региона, предприятия-эмитента, его акций, выпущенных ранее в обращение, а также самого инвестиционного проекта.

3. Банк намерен профинансировать инвестиционный проект, реализуемый предприятием в форме долгосрочного кредита. Оценка инвестиционной привлекательности вложения будет складываться из оценки отрасли, самого предприятия и непосредственно проекта, а при условии кредитования под залог акций - оценки ликвидности и рыночных характеристик ценных бумаг.

4. Инвестор оценивает привлекательность прямых инвестиций в виде приобретения крупного пакета акций компании с ограниченным участием в ее управлении. Тогда оценка привлекательности вложения будет выполнена на основе оценки инвестиционной привлекательности страны, региона, ценных бумаг и самой компании. Если же планируется полный контроль деятельности компании, то может быть необходима оценка инвестиционной привлекательности только лишь отрасли, а если прямая инвестиция предназначена для финансирования конкретного вложения в материальные объекты, то целесообразна оценка инвестиционной привлекательности этого объекта и предприятия-реципиента.

5. Приобретение ценных бумаг предприятия портфельным инвестором основывается на оценке инвестиционной привлекательно-

сти экономики, отрасли, региона, предприятия-эмитента и рыночных характеристик самих бумаг.

Дальнейшее исследование проблемы инвестиционной привлекательности предполагается сконцентрировать именно на уровне отдельно взятого предприятия, инвестиционная привлекательность которого представляет собой необходимое условие привлечения капитала, т.е. внешних инвесторов, принимающих решение о вложениях.

2.2. Механизм выбора предприятий для вложения капитала

2.2.1. Факторы и система показателей инвестиционной привлекательности предприятия

Оценка инвестиционной привлекательности предприятия, как это было показано ранее, есть характеристика целесообразности вложения инвестором средств в данный объект, т.е. доверия их данному предприятию. Таким образом, оценка инвестиционной привлекательности предприятия с позиций инвестора определяет возможность последнего получить желаемую сумму дохода с определенной надежностью (риском). Названная задача может решаться после того, как установлены предпочтительные для инвестора отрасль и регион вложения, и дальнейшие обсуждения будут проводиться при условии, что такие решения уже приняты.

Для того чтобы осуществить свой выбор, инвестор, независимо от специфики свойственных ему предпочтений, должен опираться на методику, позволяющую: а) получать количественную оценку привлекательности вложений в тот или иной объект; б) соизмерять уровень доходности и риска вложения; в) сравнивать результаты альтернативных вложений; г) иметь возможность получить необходимые данные для формирования оценочных характеристик. Таким образом, теоретически, методически и организационно должны быть решены следующие задачи:

1. Обоснован круг характеристик предприятия, позволяющих судить о его инвестиционной привлекательности. При этом набор характеристик будет, вероятно, различаться в зависимости от того, в материальные либо финансовые активы компании намерен вкладывать свои средства инвестор, каковы условия вложения и каков статус самого инвестора.

2. Отобранные для дальнейшего анализа и оценки характеристики должны получить описание через круг количественных (измеряемых) показателей, доступных для инвестора (инвестиционного фонда, банка и т.д.).

3. Следует разработать методики получения тех выбранных показателей, которые не содержатся в готовом для аналитика виде во внешней отчетности либо другом доступном документе.

4. Понадобится разработать методику получения интегрального обобщающего показателя инвестиционной привлекательности предприятия (ИПП), который затем вместе с показателями доходности и рисков непосредственно инвестиции позволит инвестору сделать окончательный выбор.

Решение названных задач требует предварительного изучения состояния исследованности проблемы измерения инвестиционной привлекательности предприятий другими авторами.

Следует прежде всего заметить, что все работы, опубликованные в этой области как западными, так и российскими учеными, обсуждают в основном инвестиционную привлекательность предприятия-эмитента ценных бумаг с позиций инвестора, реже - кредитоспособность предприятия с позиций кредитующей его организации либо предприятия-реципиента с позиций венчурной фирмы.

Оценка инвестиционной привлекательности предприятия-эмитента занимает значительное место в фундаментальном анализе, ставшем классическим инструментом инвестиционного аналитика, выбирающего привлекательные ценные бумаги.

Ф. Бергер, определяя содержание фундаментального анализа компании, выделяет следующие важные позиции [2].

- выполняется исторический анализ компании, т.е. динамики показателей выручки, прибыли, доходности, чистого денежного потока. Эта оценка дается на основании изучения прошлых финансовых отчетов и публикаций материалов о деятельности компании;

- изучается текущее положение компании, т.е. динамика показателя выручки, заказов, влияние на конечные результаты предприятия инновационной деятельности, имеющие место структурные изменения в бизнесе, рыночных позициях компании, изменения в балансовых показателях;

- выполняется прогноз показателей доходов и связанной с ними курсовой стоимости акций. В этих прогнозах играют роль новые разработки продукции, мероприятия по рационализации используемых ресурсов, уровень менеджмента компании.

При обсуждении структуры фундаментального анализа акций авторы часто подчеркивают, что анализ фирм делится на количест-

венный и качественный. Качественный анализ опирается на использование различного рода относительных показателей, полученных путем сопоставления отдельных статей финансового отчета компании. Выявив тенденции за предыдущий период, можно с определенной степенью обоснованности предположить и характер дальнейшего развития деятельности фирмы и ее результатов.

В работе Р. Баджера, Х. Торресона и Н. Гутмана «Принципы и практика инвестирования» [69] сформулировано следующее требование для первоначального отбора компаний инвестором: рассматривать нужно те из них, для которых характерны:

- информационная открытость;
- наличие котирующихся на открытых рынках акций (либо в российских условиях - акций, чей выход на открытый рынок прогнозируется);
- достаточность размеров компании.

Первые отечественные публикации по проблемам методики оценки инвестиционной привлекательности предприятий сделаны в период 1992 - 1994 гг. Практическое отсутствие отечественного фондового рынка в тот период объясняет и ограниченность показателей оценки, предлагаемых авторами. Так, Л. Философов в статье «Приватизируемые предприятия: оценка инвестиционной привлекательности» [59] указывает на целесообразность оценки финансовых показателей, а также вероятности банкротства (тоже на основе показателей финансового состояния). Аналогично, М.Н. Крейнина в книге «Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности акционерных обществ в промышленности, строительстве и торговле» [29] предлагает оценивать инвестиционную привлекательность через набор финансовых показателей, но дополняет их характеристиками акций компаний - доходность, рыночный курс, размер имущества и прибыли, приходящиеся на одну акцию в обращении.

Однако в некоторых публикациях того периода уже появляется и более широкий взгляд на оценку инвестиционной привлекательности. Так, в статье А. Шилова «Рискнем не глядя? Как определить качество ценных бумаг» [66] называются следующие компоненты и показатели оценки: динамика показателей объема продаж, прибыли, выручки, структуры активов за ряд лет; финансовые коэффициенты, характеризующие финансовое состояние компаний; показатели, характеризующие акции компаний; качество менеджмента компании.

С. Суверов [54], останавливаясь на содержании оценки инвестиционной привлекательности компаний, определяет, что при этом исследуются их перспективы и определяется «истинная» стоимость,

терские книги и счета), включая информацию в автоматизированных системах бухгалтерского учета;

- разрешение на эмиссию ценных бумаг, регистрационные документы, информацию о размещении, проспекты эмиссии;

- детальную информацию о ключевых управляющих: имя, адрес, возраст, опыт, должность, описание должностных обязанностей в компании, зарплата и система стимулирования;

- общую информацию о сотрудниках: количество (штатных и внештатных), рабочее время и уровень заработной платы, система стимулирования труда;

- историю забастовок, материалы и документы по найму сотрудников, политику в области повышения квалификации;

- полную организационную схему компании, детальное описание внутренних действующих структур с учетом следующего: кто планирует, контролирует, выполняет функции, анализирует их результаты, а также какие управленческие решения и действия обычно принимаются;

- прошлые и настоящие бизнес-планы компании;

- определенные детали маркетинга, структуры продаж, методов и программ, включая функции торгового персонала, специальные и особые действия по продвижению продукции;

- описание технологического процесса.

Во всех рассмотренных выше подходах называются основные характеристики инвестиционной привлекательности предприятия либо перечень оценочных показателей, не систематизированных по смыслу, без указания информационных источников получения, без количественных моделей, позволяющих обобщить результат оценки. Таким образом, следует обосновать систему оценочных характеристик предприятия с позиций инвестора, сформулировав следующие положения.

- Система показателей оценки инвестиционной привлекательности должна характеризовать позиции данного предприятия на рынке и непосредственно внутреннюю среду компании (ее организационно-экономические возможности), причем с учетом рисков. Тогда инвестор сможет оценивать состояние обеих характеристик, сравнивать их между собой и получать динамику изменения состояний.

- Исходя из самого определения инвестиционной привлекательности следует, что инвестора интересуют прежде всего доходность и риск. Поэтому все названные ранее показатели необходимо рассматривать в контексте этих требований т.е. сгруппировать их по

признаку принадлежности к характеристикам риска либо доходности.

- Оценивать инвестиционную привлекательность предприятия нельзя, опираясь только на текущие показатели компаний, требуется знание перспектив их развития, что существенно более сложно и что как раз и связано с рисками инвесторов. Действительно, доходность инвестора - держателя акции - может быть установлена через отношение дивиденда, выплаченного за прошедший год, к текущей рыночной стоимости этой акции: $r = D/P_0$. Однако учет риска требует оценки не только текущих доходов инвестора, но и перспективных. Отсюда следует, что используемая в оценке инвестиционной привлекательности информация должна включать разносторонние показатели и учитывать временной аспект, т.е. говорить о прошлом, настоящем и будущих периодах времени.

- Следует очертить перечень характеристик, достаточный и избыточный в одно и то же время с учетом требований пользователя - инвестора определенного вида.

- Необходимо суметь получить показатели, способные объективно отразить данную характеристику.

- Некоторые из характеристик таковы, что требуются специальные методики, позволяющие получить интересующие аналитика показатели. Это обстоятельство особенно актуально в российской практике, где организация информационных потоков оставляет желать лучшего.

- Следует добиться возможности однозначного суждения об инвестиционной привлекательности предприятия. Но всегда, когда исследователь имеет дело с набором показателей, возникает трудность однозначного суждения: ведь одни показатели удовлетворяют инвестора, а другие вызывают озабоченность. Таким образом, нужно привести всю исследуемую совокупность показателей в рамках каждой характеристики к обобщающему показателю и то же самое сделать по всем анализируемым характеристикам. По сути, это означает формирование инвестиционного рейтинга предприятия, который свидетельствует о степени риска доверия данной компании инвестиционных ресурсов.

Целесообразно также придерживаться общих методологических принципов формирования системы показателей для характеристики объектов исследования:

- показатель должен быть характерным (валидным) для объекта и должен отражать существенный аспект его деятельности;

- показатель должен быть взаимосвязан с другими показателями, но не должен дублировать их;

- показатель должен обладать свойством сопоставимости с идентичными показателями аналогичных объектов;

- при исчислении показателя за ряд лет необходимо убедиться в их сопоставимости, что может не соблюдаться при изменении методов их формирования;

- необходимо разграничить наиболее существенные и вспомогательные показатели, количественные и качественные, результативные и факторные;

Сформулировав принципиальные требования к показателям инвестиционной привлекательности предприятий, далее остановимся на проблеме их выбора и систематизации.

Весь перечень рассматриваемых выше показателей оценки инвестиционной привлекательности предприятия предлагается сгруппировать, выделив:

1. Показатель рыночных позиций предприятия. В качестве такого можно использовать динамику его выручки. Пусть не идеально, но она даст количественную характеристику тенденций изменения рыночной доли предприятия.

2. Показатели финансового состояния предприятия. Они позволяют судить о платежеспособности, финансовой устойчивости предприятия и доходности его деятельности. Конечно, финансовое состояние характеризует определенным образом уровень общего менеджмента предприятия, в большей степени - финансового менеджмента, но в нем же находит отражение и общее состояние экономики, отрасли, имеющийся ресурсный потенциал. Изучение финансовых показателей должно быть как ретроспективным, так и прогнозным, т.е. опять же опираться на финансовые планы предприятия. Оценка финансового состояния может свидетельствовать о том, что изучаемое предприятие - потенциальный банкрот, которому нельзя доверять средства. В целом же - финансовое состояние характеризует потенциальную доходность и риск инвестора, вкладывающего в данный объект. Финансовое состояние интересует инвесторов всех типов, правда, с акцентом на те или иные группы показателей. Так, инвесторы типа D, ориентированные на ликвидацию, будут проявлять более узкий интерес, ориентированный на структуру источников, поскольку должны отвечать по обязательствам приобретаемого предприятия.

3. Показатели, характеризующие уровень менеджмента предприятия. Уровень менеджмента тесно связан с рисками инвестора, поскольку хорошо поставленное управление повышает вероятность достижения ожидаемых доходов. Заметим, что все вышеназванные факторы инвестиционной привлекательности подлежат

оценке только в условиях достаточной открытости деятельности компаний, кроме того, открытость данных свидетельствует об устремленности руководства предприятия к потенциальным инвесторам и о том, что информация о компании доброкачественна. Безусловно, высокий уровень менеджмента важен при оценке инвестиционной привлекательности предприятия для инвесторов типа А, В, Е и G. Несколько специфичным будет отношение к уровню менеджмента инвесторов типа С и D: инвесторы-«ликвидаторы» и ряд инвесторов типа С, ориентированных на установление собственных принципов и правил управления могут не учитывать его в оценках привлекательности вложений.

4. Открытость информации. Все привлекаемые к оценке показатели должны быть доступны внешнему пользователю, т.е. содержаться во внешней отчетности, отражаться в опубликованных материалах либо представляться по доброй воле менеджерами предприятия, стремящимися продемонстрировать уровень его привлекательности инвесторам. Таким образом, одной из сторон менеджмента является открытость информации. Эта характеристика интересна всем без исключения типам инвесторов, дабы принять решение о вложении в условиях определенности (следовательно, меньших рисков).

5. Обоснованная (истинная, инвестиционная) стоимость предприятия, для определения которой (по методу дисконтирования будущих денежных потоков) следует оценить динамику чистого денежного потока (либо его дивидендной составляющей). Факт отсутствия обоснованных прогнозов (наличия финансовых планов) характеризует риск инвестора, принимающего решения в условиях неопределенности. Динамика чистых денежных потоков интересна всем вкладчикам, поскольку определяет возможный рост доходов в виде дивидендов и наращивание стоимости ценных бумаг, следовательно, возможный рост их курсовой стоимости (для вкладчиков в акции предприятий), либо возможности получения денежных доходов владельцами не акционерных обществ. Величина чистого денежного потока позволяет дать оценку истинной стоимости предприятия, способствующей принятию решений о целесообразности вложения. При этом для инвесторов типа В наиболее привлекательным будет вложение в предприятие, чья истинная стоимость превышает рыночную, для инвестора типа С - чья стоимость при сопоставлении с рыночными котировками обеспечит доход, требуемый инвестором. Инвестор типа D предпочтет предприятие, чья стоимость ниже текущей стоимости будущих доходов инвестора при ликвидации данного предприятия, инвесторы типа А, Е и G предпоч-

тут вложения в предприятия, чья стоимость имеет тенденцию к повышению, а рыночная стоимость залогового пакета акций компенсирует потерю невозвращения долга.

Полагаем, что все названные выше характеристики инвестиционной привлекательности предприятия актуальны для вкладчиков как в материальные, так и финансовые активы. Покажем, что названный круг характеристик оценки инвестиционной привлекательности предприятия отвечает сформулированным выше требованиям, предъявляемым к системам оценки.

1. Требование отражения в характеристиках риска и доходности инвестора

Названные выше слагаемые инвестиционной привлекательности предприятия при вложении во все виды активов преимущественно будут являться характеристикой риска инвестора, за исключением показателя стоимости, который для инвесторов типа В и С будет являться характеристикой капитализированной доходности.

2. Учет перспектив вложения

Характеристика стоимости полностью определяется на основе будущих доходов. Показатели финансового состояния принято изучать в динамике, т.е. оценивать при этом тенденции их изменений. Уровень менеджмента, как уже было отмечено, - гарантия реализации ожиданий инвестора.

3. Достаточность и избыточность круга рассмотренных характеристик

Было показано, что рассмотренные характеристики отражают риск и потенциал доходности инвестора. В то же время каждая характеристика неповторима, так как в ней а) находят отражение разные аспекты последствий вложения, б) разные типы инвесторов будут акцентировать выбор на разных из представленного круга характеристик.

Отмеченные ранее требования измеримости перечисленных характеристик, т.е. возможности получения количественных оценок, объективности суждений по ним об инвестиционной привлекательности, доступности данных для их расчетов, будут далее подробно обсуждены.

При изложении сути характеристик инвестиционной привлекательности была показана их взаимосвязь с принятием решений инвесторами разных типов. Далее попытаемся увязать в систему вид инвесторов, принимающих решения, характер вложения и слагаемые ***общей оценки*** инвестиционной привлекательности этого вложения для инвестора-резидента (табл. 12 и 13).

Таблица 12

**Показатели оценки инвестиционной привлекательности
(ИП) исходя из вида вложения и вида инвесторов**

Вид вложения	Вид и тип инвестора	Показатели оценки
1. Инвестиции в материальные активы	<p>Предприятие-донор, банк, страховая компания. Тип Е</p> <p>Государство. Тип G</p>	<p>Коммерческая эффективность проекта. Финансовое состояние предприятия. Уровень менеджмента предприятия.</p> <p>Информационное обеспечение инвестиционного проекта</p> <p>Показатели региональной, бюджетной, коммерческой эффективности проекта. Финансовое состояние предприятия. Уровень менеджмента. Информационное обеспечение инвестиционного проекта</p>
<p>2. Инвестиции в финансовые активы</p> <p>а) участие в уставном капитале вновь образуемых предприятий</p> <p>б) приобретение доли собственности существующего предприятия в форме закрытого акционерного общества, товарищества</p> <p>в) приобретение акций предприятий - открытых акционерных обществ портфельными инвесторами</p> <p>г) приобретение кон-</p>	<p>Венчурные фирмы, финансирующие инновации при условии оформления их в самостоятельный бизнес; материнские компании. Тип С</p> <p>Предприятия-доноры (горизонтальная или вертикальная интеграция), государство, банки. Тип С</p> <p>Инвестиционные фонды, предприятия-доноры, банки, физические лица. Тип А, В, и С</p>	<p>Инвестиционная привлекательность отрасли. Прогнозируемый чистый денежный поток и определяемая на его основе инвестиционная стоимость предприятия</p> <p>Отраслевой анализ, оценка инвестиционной привлекательности региона и предприятия: динамика выручки, уровень менеджмента, финансовое состояние, стоимость предприятия</p> <p>Оценка общего состояния экономики, инвестиционная привлекательность отрасли, региона, компании (инвестиционная стоимость, рыночные позиции, финансовое состояние, уровень менеджмента, информационная открытость), оценка инвестиционных характеристик ценных бумаг (ликвидности, текущей доходности, риска)</p>

трольных пакетов акций компаний	Стратегические инвесторы в лице предприятий или банков. Тип С	Инвестиционная привлекательность отрасли, региона, предприятия: рыночные позиции, финансовое состояние, менеджмент, информационная открытость
д) приобретение предприятия в целях его ликвидации	Предприятие-конкурент. Тип D	Инвестиционная привлекательность отрасли, компании в части структуры ее капитала
е) приобретение корпоративных облигаций	Предприятия-доноры, банки, страховые и страховые компании, инвесторы – физические лица. Тип А, В	Оценка привлекательности отрасли, компании: рыночные позиции, финансовое состояние, уровень менеджмента, информационная открытость

Таким образом, характер вложения и вид инвестора обуславливают определенный алгоритм обоснования инвестиционной привлекательности, т.е. разный набор слагаемых, а следовательно, и показателей оценки.

Таблица 13

Выполнение оценки инвестиционной привлекательности предприятия при различных вариантах вложений

Вид вложения	Тип инвестора	Слагаемые ИП предприятия			
		Оценка инвестиционной стоимости	Оценка рыночных позиций предприятия	Оценка финансового состояния	Оценка уровня менеджмента, информационная открытость
Инвестиции в материальные активы	Тип E, G	-	X	X	X
Инвестиции в финансовые активы					
а) участие в уставном капитале вновь образуемых предприятий	Тип С	X	-	-	-
б) приобретение доли собственности существующего предприятия в форме закрытого акционерного общества, товарищества					
в) приобретение акций	Тип С	X	X	X	X

структуры активов, финансовой устойчивости, оборачиваемости и прибыльности .

М.Н. Крейнина [29] использует для оценки следующие группы показателей:

- структуры активов (доля внеоборотных и оборотных активов) и капитала (доля собственного капитала и обязательств),
- платежеспособности (общий коэффициент ликвидности),
- финансовой устойчивости (коэффициент маневренности, коэффициент обеспечения запасов собственными оборотными средствами, соотношение собственных и заемных источников, коэффициент реальной стоимости имущества),
- доходности (рентабельность активов),
- характеристики акций (чистая прибыль на акцию, чистые активы на акцию).

Введенная в действие с 1 января 1999 года Московским региональным отделением ФКЦБ методика комплексного анализа финансово-экономического состояния хозяйствующих субъектов, имеющих в уставном капитале долю города Москвы, при оценке эффективности вложений в то или иное предприятие предлагает учитывать [52]:

- прибыльность и эффективность хозяйственной деятельности (доля прибыли, направляемой на развитие, динамика суммы собственного капитала и его рентабельность, рентабельность продаж, рентабельность чистых активов),
- деловую активность (оборотность активов, оборотных фондов, запасов, дебиторской и кредиторской задолженности),
- ликвидность и рыночную устойчивость (соотношение заемного и собственного капитала, доля собственного капитала в общей сумме источников, обеспеченность запасов собственными оборотными средствами, коэффициенты ликвидности, отношение внеоборотных активов к сумме собственного капитала),
- абсолютные показатели (чистая прибыль, сумма собственного капитала, собственные оборотные средства, чистые активы, сумма дебиторской и кредиторской задолженности с учетом сроков ее погашения).

Ф. Бергер [2], рассматривая систему показателей для анализа отдельных компаний в рамках фундаментального анализа качества ценных бумаг, выделяет следующий набор групп показателей:

- балансовое соотношение заемного капитала к собственному, балансовая стоимость акций,
- показатели, относящиеся к акциям (величина прибыли на акцию, величина дивиденда на акцию, сумма активов на акцию),

- показатели, относящиеся к курсам (доходность акции, т.е. отношение дивиденда к рыночной стоимости, мультипликаторы - отношение курсовой стоимости к чистой прибыли на акцию, к величине чистого денежного потока на акцию).

А. Шилов [66] предлагает использовать для финансового анализа компаний следующие, как он считает, «ключевые соотношения и коэффициенты»:

- норму прибыли на акционерный капитал, т.е. рентабельность акционерного капитала,
- соотношение собственного и заемного капитала,
- коэффициенты ликвидности,
- покрытие процентов по облигациям и дивидендов чистой прибылью,
- долю дивидендных платежей в сумме чистой прибыли,
- чистую прибыль на акцию, соотношение курса и чистой прибыли на акцию.

Л. Философов, в свою очередь, предлагает для анализа финансового состояния компании такие показатели [58, 59]:

- коэффициенты ликвидности,
- показатель финансовой устойчивости (доля долга в общей сумме капитала),
- показатели оборачиваемости активов (всех активов, оборотных активов),
- рентабельность активов и собственного капитала,
- динамика выручки и чистой прибыли за ряд лет.

С. Суверов [54] предлагает проводить финансовый анализ компаний со стороны инвестора с использованием следующих показателей:

- рентабельности (всего инвестированного капитала, собственного капитала, а также продаж),
- долгосрочной финансовой устойчивости, т.е. структуры капитала,
- ликвидности (коэффициентов ликвидности),
- деловой активности (оборотности)
- затрат предприятия (в частности, элементов затрат и выделения в общей сумме затрат постоянных),
- структуры выручки (доли в ней денежных расчетов, бартера),
- собираемости платежей и дебиторской и кредиторской задолженности.

Заметим, что показатели структуры выручки и собираемости платежей отражают российскую специфику хозяйствования, постепенно уходящую, поэтому и этот аналитический аспект теряет свою

актуальность (в июле 2001 года отмечено лишь 10% бартерных сделок в расчетах предприятий, в то время как во второй половине 2000 года их было 40%).

R.C. Radcliffe в своей книге «Инвестиции: концепции, анализ, стратегия» [73] рассматривает финансовый анализ компании на примере IBM в контексте активного инвестиционного менеджмента для вкладчика в акции этой компании.

При этом предлагается изучать финансовую отчетность компании за последние 2 года, останавливаясь на таких характеристиках.

Общий обзор отчетности:

- бухгалтерского баланса (структура активов с выделением доли текущих и внеоборотных, структура источников финансирования с выделением собственных и заемных),

- отчета о прибылях и убытках (выявление убытков и причин, их порождающих),

- отчета о движении денежных потоков (соотношение результатов движения денежных средств по видам деятельности и изменения в них).

Непосредственно финансовый анализ отчетности включает изучение следующих показателей.

1. Рентабельность собственного капитала

При этом, помимо оценки уровня и динамики этого показателя, выполняется факторный анализ на основе разных моделей:

А. Модели взаимосвязи рентабельности собственного капитала и финансового рычага, т.е. взаимосвязи рентабельности собственного капитала (ROE), рентабельности активов (ROA) и структуры капитала

$$ROE = (1-H) ROA + (1-H) (ROA-Kd)D/ S,$$

где D / S - плечо рычага, т.е. соотношение долга и собственного капитала,

Kd - цена долга, привлекаемого компанией,

H - ставка налога на прибыль.

Суть анализа состоит в том, чтобы дать оценку эффекта финансового рычага, т.е. приращения рентабельности собственного капитала, которое этот показатель получает благодаря использованию заемного капитала. Значение эффекта финансового левериджа, т.е. выражения $(1-H) (ROA-Kd)D/ S$, может иметь разный уровень и, что самое главное, быть положительным или отрицательным, уменьшая при этом уровень ROE. Все эти вариации определяются соотношением значений рентабельности имущества и цены капитала, а также структурой используемого капитала.

Б. Рентабельности собственного капитала по формуле Дюпона, т.е. как произведение рентабельности продаж, коэффициента оборачиваемости активов и показателя структуры капитала (обратного значения доли собственного капитала в валюте баланса):

$$ROE = TS/ TA \frac{1}{2} NI/ TS \frac{1}{2} TA/ S,$$

где TS - объем продаж (выручка),

TA - общая сумма активов,

NI - чистая прибыль компании.

Оценивается вклад каждого фактора - оборачиваемости (TS/TA), рентабельности продаж (NI/TS), структуры капитала (TA/S) - в формирование рентабельности собственного капитала в изучаемом периоде в динамике (за ряд лет).

2. Доля капитала в общей сумме активов и цена долга

При оценке структуры капитала, определяемого как акционерный капитал плюс долгосрочные обязательства, его сумму сопоставляют с валютой баланса и определяют таким образом финансовые позиции предприятия. Кроме того, оценивается доля долгосрочных обязательств в общей сумме капитала.

Сопоставляя уплачиваемые проценты по долгу с суммой долга, определяют его цену по отдельным источникам финансирования.

3. Эффективность использования активов

Анализируется оборачиваемость активов за ряд лет - всего имущества, текущей и внеоборотной составляющих. Оценивается динамика показателей.

4. Контроль издержек

Задача здесь состоит в изучении структуры получаемой выручки - доли издержек (постоянных и переменных), доли маржинальной прибыли, прибыли до уплаты налогов, чистой прибыли - за ряд лет. Результаты этого анализа сопоставляют с оценкой рентабельности продаж в формировании рентабельности собственного капитала.

5. Платежеспособность

При оценке платежеспособности используются несколько показателей:

А. Показатель покрытия прибылью до уплаты процентов и налогов суммы причитающихся к уплате процентных платежей (ТПЕ). Чем выше этот показатель, тем выше и платежеспособность компании. Рекомендуемое (нормативное) значение этого показателя не называется, однако в ряде американских литературных источников по финансовому менеджменту упоминается, что для признания достаточного уровня этот показатель должен быть не ниже 3. Кроме того, вычисляется также показатель покрытия процентных платежей прибылью с включением в нее амортизации (так называемой неденеж-

ной составляющей дохода). Заметим, что оценка платежеспособности по такой схеме вступает в противоречие с показателем бизнес-риска - степенью операционного левиреджа: чем выше амортизация, т.е. сумма постоянных издержек, тем выше и бизнес-риск, однако показатель платежеспособности также выше.

Б. Коэффициенты ликвидности - отношение групп ликвидных активов к краткосрочным обязательствам. Рассчитывается общий коэффициент ликвидности как отношение общей суммы текущих активов к краткосрочным обязательствам и быстрый (промежуточный) коэффициент, использующий текущие активы без материальной составляющей. У этих коэффициентов есть рекомендуемые значения, а кроме того, их изучают в динамике.

J.C. Francis [70] предлагает оценивать финансовое состояние компании-эмитента акций по следующим показателям:

1. Ликвидности

Для оценки ликвидности используется общий коэффициент покрытия, равный отношению оборотного капитала к краткосрочным обязательствам, а также абсолютный показатель - чистый оборотный капитал, определяемый вычитанием из суммы оборотного капитала текущих обязательств.

2. Деловой активности

Для оценки используют показатели оборачиваемости дебиторской задолженности, запасов, всего имущества предприятия.

3. Финансовой независимости

Рассчитывается так называемая «квота собственности», представляющая собой отношение долгосрочных обязательств к собственному капиталу, т.е. соотношение двух компонентов капитала. Устанавливают коэффициент «покрытия» процентов как отношение прибыли до уплаты процентов и налогов к сумме уплачиваемых процентов.

4. Прибыльности

Прибыльность характеризуют набором показателей рентабельности - продаж, активов, собственного капитала.

5. Коэффициенты ликвидности акций

Под ними понимают ряд показателей, характеризующих акции с точки зрения удельного результата деятельности компании - чистой прибыли, приходящейся на акцию, выручки в расчете на акцию, дивиденда на акцию. Кроме того, используя сведения о рыночной цене акций, устанавливают значения мультипликаторов - отношения рыночной цены к чистой прибыли на акцию, дивиденда к рыночной

цене, рыночной цене к выручке или чистого денежного потока на акцию.

Итак, во всех приведенных авторских подходах учтены основные группы показателей финансового состояния: ликвидности, финансовой устойчивости, эффективности, но набор частных показателей-характеристик различен. В некоторых из них отдельной группой включены показатели, характеризующие акции предприятия с использованием их рыночных характеристик. Общим недостатком обсуждаемых методик является отсутствие дифференцированного подхода к выбору показателей финансового состояния с точки зрения важности их для разного типа инвесторов в различных ситуациях принятия решений о вложении.

Обобщая все рассмотренные методические подходы, выделяя в них общие закономерности, сформулируем следующие требования к выбору показателей финансового состояния для характеристики инвестиционной привлекательности:

- исходя из принятого ранее принципа дифференцированного подхода к оценке инвестиционной привлекательности, установим, что инвестиционная привлекательность предприятия-реципиента должна определяться показателями, вытекающими из его финансовой отчетности. Рыночные же характеристики акций представляют собой круг показателей инвестиционной привлекательности актива, в который непосредственно вкладывает средства инвестор;

- выбор должен быть ориентирован на характеристики, наиболее значимые для инвестора: а) доход (прибыль) и доходность (рентабельность), б) текущие и потенциальные платежные возможности предприятия (финансовую устойчивость, ликвидность, а также оборачиваемость, обуславливающую платежные возможности). Управление финансами компаний носит альтернативный характер, т.е. делает акцент то на обеспечение ликвидности (надежности), то на доходность (риск). Инвестор в силу характерных для него предпочтений может склоняться либо к доходности, либо к надежности. Высокий уровень показателей доходности - продаж, капитала - не гарантирует непосредственного получения высоких доходов, но характеризует инвестиционный потенциал предприятия, т.е. наличие таких возможностей. Платежные возможности предприятия характеризует риск инвестора вложить средства в предприятие, которое может объявить дефолт или стать банкротом. Для инвесторов, предпочитающих низкие риски вложений, особенно будут значимы инвестиционные риски, т.е. уровень соответствующих групп показателей платежеспособности и финансовой устойчивости;

- непосредственно характеристика доходности должна определяться показателями самого актива, в который вкладывает средства инвестор;

- финансовый анализ предприятия-реципиента должен включать аналитические составляющие, наиболее важные для конкретного типа вкладчиков, следовательно, состав показателей финансового состояния предприятия будет зависеть от вида вложения и типа инвестора;

- финансовый анализ целесообразно выполнять в **качественном и количественном** аспектах. **Качественный анализ** будет характеризовать динамику и основные соотношения финансовых показателей, сопровождаться достаточно подробными аналитическими описаниями и выводами. Его результатами заинтересуются инвесторы, ориентированные на глубокий и творческий подход в выборе вложений. **Количественный анализ** ориентирован на сложившиеся уровни показателей, на сравнение их с рекомендуемыми, среднеотраслевыми, лучшими показателями других предприятий, на основе чего можно давать оценку степени достижения инвестором поставленных целей при выборе объекта вложения и однозначную характеристику состояния анализируемого объекта. Рациональность требует, чтобы общее число показателей, используемых для количественного анализа, было бы ограниченным, а показатели, характеризующие все основные аспекты финансового состояния, не страдали бы аналитической повторяемостью.

Сохраняя логику процесса выбора инвестором объекта для вложения и последовательности решения аналитических задач, предложим следующую систему показателей финансового анализа предприятия-реципиента: с позиций двух типов инвесторов - вкладчиков в его акции (определенные ранее типы А, В, С) и покупателей облигаций компании либо банков, предоставляющих инвестиционный кредит (типы А, В, Е). Первую группу инвесторов назовем инвесторами-собственниками, вторую - инвесторами-кредиторами.

1. Характеристики дохода и доходности

Показателями абсолютного дохода для инвесторов-собственников должны выступать: **величина чистой прибыли, приходящаяся на акцию**, а также **величина дивидендов, выплачиваемых на акцию** (сведения об общей сумме дивидендных выплат приводятся в отчетности о прибылях и убытках). Первый показатель характеризует абсолютную сумму дохода, получаемого владельцем в расчете на одну акцию. Этот доход далее становится источником выплат дивидендов и развития предприятия. Другой аспект оценки этого показателя - его динамика, точнее говоря, темп прироста. Этот

показатель называют *внутренними темпами роста компании* и считают одним из важнейших в оценке компании инвесторами. Ранее, в 1.1.2, обсуждалось значение показателя внутренних темпов роста (g) для оценки инвестиционной стоимости предприятия. Этот показатель западные аналитики рассчитывают как среднее геометрическое за ряд прошлых периодов деятельности (для российских предприятий периодами могут быть полугодия деятельности). Для вкладчика в уставный капитал предприятия, не являющегося акционерным обществом открытого типа, основным оценочным показателем абсолютного дохода будет общая сумма чистой прибыли предприятия и ее динамика.

Для инвесторов-кредиторов наиболее важным показателем дохода должна быть прибыль до уплаты процентов и налогов как основной источник расчетов с инвестором и обеспечения собственных потребностей.

В качестве показателя доходности для вкладчика в акции прежде всего должна рассматриваться *рентабельность собственного капитала*, характеризующая отдачу прибыли с рубля вложения собственника. Рентабельность собственного капитала следует оценивать по достигнутому уровню, при этом в качестве базы сравнения инвестору следует пользоваться среднеотраслевыми значениями рентабельности, поскольку при анализе компании предполагается, что выбор отрасли уже осуществлен. Кроме того, необходимо составить мнение о тенденциях изменения этого показателя за определенный временной период (на Западе примерно 10 лет, а в российской практике - не более чем 2 - 3 года деятельности, что обусловлено существенными изменениями в экономических и политических условиях функционирования предприятий).

В рамках качественного анализа целесообразно изучить влияние факторов на рентабельность собственного капитала, для чего рекомендуется использовать несколько моделей:

а) модель определения рентабельности собственного капитала через эффект финансового рычага. На ее основе можно дать оценку управления рентабельностью через использование заемного капитала: обеспечивает ли оно приращение рентабельности, или, наоборот, рентабельность снижается вследствие неудачных условий привлечения заемных источников. В свою очередь эта оценка выполняется на основе сопоставления рентабельности имущества и цены привлекаемого долга, а также соответствующего этому соотношению значения плеча рычага, т.е. отношения долга к собственному капиталу. Заметим, что, анализируя по предложенной схеме данные российских предприятий, встречаешь препятствие в виде отсутствия в от-

четности сведений о сумме уплачиваемых процентов по долгу: такова специфика учета сумм уплачиваемых процентов в отечественных стандартах и степень развития управленческого учета. В форме отчетности № 4 «Отчет о движении денежных средств» суммы уплачиваемых процентов предприятия показывают вместе с другими видами оттоков денежных средств, например погашением основной части задолженности. Таким образом, потребуются дополнительные данные, которые может предоставлять предприятие-реципиент инвестору (аналитику), если осознает необходимость формирования имиджа инвестиционно привлекательного предприятия;

б) модель определения рентабельности собственного капитала через формулу Дюпона, определяющую рентабельность собственного капитала как произведение рентабельности продаж, коэффициента оборачиваемости и показателя структуры капитала. Эта модель позволит оценить вклад в формирование рентабельности каждого из названных показателей и оценить тенденции изменений. Дальнейшее развитие этого направления анализа целесообразно вести, изучая более детально факторы, непосредственно определяющие основной показатель доходности, - оборачиваемость активов (и определяющие эту характеристику изменения в составе имущества и размере выручки), рентабельность продаж и определяющие ее расходы организации - по видам, структуре и размерам, наконец, тенденции изменений в составе источников - доли задолженности в них, причем по видам и срокам привлечения долга.

Кроме рентабельности собственного капитала, интерес для собственника представит **рентабельность продаж** как показатель-источник доходности предприятия.

При проведении качественного анализа может быть использован показатель Olympic Model (OM), который характеризует устойчивость компании и определяется следующим образом [72]:

$$OM = \text{Темп роста продаж} + \text{Темп роста прибыли} - (\text{Темп роста продаж} - \text{Темп роста прибыли}).$$

Если результат равен 10,0 и более, компания признается процветающей, а инвесторы рассматривают ее как инвестиционно привлекательную. Если OM меньше 10,0, отмечается хорошее качество акций этой компании. Когда же OM стремится к 1,0 - это плохой знак для инвестора. Значение OM существенно определяется:

- темпом роста продаж: низкие значения темпов роста выручки вызовут и недостаточный уровень OM;
- направлением динамики выручки: сокращение продаж непременно даст низкое значение OM.

Для вкладчика в облигации, а также инвестирующего предприятия банка наиболее существенными показателями рентабельности будут также **рентабельность продаж** и **рентабельность имущества**. Последний определяется как отношение общей суммы дохода в виде прибыли до уплаты процентов и налогов, т.е. дохода, предназначенного для расчетов со всеми инвесторами предприятия, к средней сумме имущества, но важнейшим показателем доходности должна быть **рентабельность долгосрочного капитала**, т.е. отношение прибыли до уплаты процентов и налогов (дохода как собственников, так и заимодателей) к величине собственного и долгосрочного заемного капитала. Этот показатель характеризует отдачу в виде прибыли с рубля инвестиционного капитала, направляемого для финансирования долгосрочных вложений. Таким образом, он особенно интересен инвесторам, финансирующим долгосрочные инвестиционные проекты, рентабельность которых не должна быть ниже рентабельности долгосрочного капитала.

2. Характеристики платежных возможностей предприятия

Платежеспособность является основной характеристикой риска вложения средств в данное предприятие. Анализ платежеспособности также затрагивает структуру источников, но не в контексте влияния ее на доходность, а с точки зрения рекомендуемых (среднеотраслевых) пропорций, гарантирующих возврат задолженности. Таким образом, для оценки платежеспособности следует изучить показатели ликвидности баланса, причем в контексте решаемой задачи целесообразно использовать для этого относительный, имеющий рекомендуемый уровень и наиболее общий показатель - **коэффициент общей ликвидности**. В разных источниках называют, соответственно, различные рекомендуемые значения этого показателя, но в подавляющем большинстве отечественных официальных документов и литературных источников оно определено равным 2,0.

Поскольку платежеспособность предприятия определяется также структурой капитала, то следует оценить степень **финансовой независимости**, т.е. так называемой «квоты собственника», определяемой как отношение собственного капитала к задолженности. Другим показателем этого же назначения следует выбрать **коэффициент «покрытия» процентов**. Он равен отношению получаемой прибыли до уплаты процентов и налогов к сумме причитающихся процентных платежей и характеризует способность предприятия вести расчеты с кредиторами как необходимое условие сохранения финансовой устойчивости. Наконец, **скорость оборота активов**, несмотря на его аналитический статус показателя эффективности,

позволит судить о «скорости продаж», а следовательно, потенциале платежных возможностей предприятия.

Для инвесторов-кредиторов в оценке платежных возможностей предприятия наиболее важен коэффициент **«покрытия» процентов**, о котором шла речь выше. Кроме того, следует оценить **коэффициент денежного потока**, представляющий собой отношение чистого денежного потока (от текущей деятельности) к долгосрочным обязательствам. Этот показатель характеризует реальное (денежное) покрытие долга внутренними источниками, рекомендуется равенство притока денег и оттока в виде погашения долга, поэтому и значение коэффициента рекомендуется равным 1,0. В качестве коэффициента ликвидности инвестору-кредитору будет более интересен **промежуточный коэффициент ликвидности**, равный отношению денежных средств и дебиторской задолженности к краткосрочным обязательствам (рекомендуемое значение 0,7 - 1,0). Характеристикой деловой активности также может быть показатель оборачиваемости имущества.

В результате такого анализа могут быть получены итоги в следующих видах:

1) в виде аналитически-описательного документа, в котором дается оценка тенденций развития показателей и их взаимообусловленности,

2) в количественно-результативном виде, представляющем собой более точную диагностику состояния представительных для инвестора финансовых показателей. На основе результатов этого анализа может быть далее получена рейтинговая оценка финансового состояния предприятия-реципиента.

Все вышесказанное в сжатом и формализованном виде приведено в табл. 14 и 15, где применен дифференцированный подход к оценке финансового состояния для инвесторов разного вида.

Таблица 14

**Содержание, логика и цели качественного и количественного
финансового анализа предприятий-реципиентов вкладчиками
в акции**

Направление анализа	Основные изучаемые показатели	Формула расчета показателей	Аналитическая цель	
			качественного анализа	количественного анализа
1. Оценка доходности и дохода	1.1. Рентабельность собственного капитала	Отношение чистой прибыли к сумме собственного капитала $ROE = NI/S$	Дать оценку динамики показателя "рентабельность" собственного капитала	Сопоставить со среднеотраслевым значением
	1.2. Рентабельность продаж	Отношение чистой прибыли к выручке предприятия NI/ TS	Оценить динамику показателя и его долю в формировании рентабельности собственного капитала	Сопоставить со среднеотраслевым значением
	1.3. Величина чистой прибыли на акцию и ее динамика	$EPS = NI/ \text{Количество акций}$ $g = (NI_1 - NI_0) / NI_0$	Оценить динамику показателя Оценить динамику показателя	Сравнить с показателями ведущих предприятий отрасли Должна быть положительной величиной. Сравнить с показателями ведущих предприятий отрасли
	1.4. Величина дивиденда на акцию	$DPS = \text{общая сумма дивидендных выплат по обыкновенным акциям} / \text{Количество акций}$	Оценить динамику показателя	Сравнить с лучшими показателями других сравниваемых предприятий
2. Оценка риска	2.1. Коэффициент покрытия	Отношение оборотных активов к краткосрочным обязательствам	Оценить динамику показателя	Сопоставить рекомендуемым значением не менее 2,0
	2.2. Коэффициент финансовой независимости	Отношение собственного капитала к заемному	Оценить динамику показателя	Сопоставить с рекомендуемым значением не менее 1,0

2.3. Показатель деловой активности (оборачиваемости) всего имущества	Отношение суммы имущества к выручке	Оценить динамику показателя	Сопоставить со среднеотраслевым значением
2.4. Коэффициент «покрытия» процентов	Отношение прибыли до уплаты процентов и налогов к сумме уплачиваемых процентов	Оценить динамику показателя	Сравнить с рекомендуемым значением не менее 3,0

Таблица 15

Содержание, логика и цели качественного и количественного финансового анализа предприятий-реципиентов кредитуемыми предприятиями инвесторами

Направление анализа	Основные изучаемые показатели	Формула расчета показателей	Аналитическая цель	
			качественного анализа	количественного анализа
1. Оценка доходности и дохода	1.1. Рентабельность активов	Отношение прибыли до уплаты процентов и налогов к сумме имущества $ROA = EBIT / TA$	Оценить темп изменения	Сопоставить рентабельность имущества со среднеотраслевым значением
	1.2. Рентабельность продаж	Отношение чистой прибыли к выручке предприятия NI / TS	Оценить динамику показателя	Сопоставить со среднеотраслевым значением
	1.3. Рентабельность инвестированного капитала	Отношение прибыли до уплаты процентов и налогов к сумме перманентного капитала $ROI = EBIT / (S+D)$	Оценить динамику показателя	Сопоставить со значением показателя сравниваемых предприятий, со средневзвешенной ценой используемого капитала: последняя должна быть больше цены капитала
	1.4. Прибыль до уплаты процентов и налога	EBIT	Оценить динамику показателя	Должна быть положительной величиной, сопоставить с динамикой прибыли ведущих предприятий отрасли

2. Оценка риска	2.1. Показатель «покрытия» процентов	Отношение прибыли до уплаты процентов и налогов к сумме уплачиваемых процентов	Оценить динамику показателя	Сопоставить с рекомендуемым уровнем не менее 3,0
	2.2. Коэффициент отношения чистого денежного потока к долгосрочным обязательствам	Отношение чистой прибыли и амортизации к сумме долгосрочных обязательств	Оценить динамику показателя	Сопоставить с рекомендуемым уровнем не менее 1,0
	2.3. Промежуточный коэффициент ликвидности	Отношение суммы оборотных активов за минусом запасов к краткосрочным обязательствам	Оценить динамику показателя	Сопоставить с рекомендуемым уровнем не менее 1,0
	2.4. Коэффициент финансовой независимости	Отношение собственного капитала к заемному	Оценить динамику показателя	Сопоставить с рекомендуемым значением не менее 1,0
	2.5. Коэффициенты оборачиваемости активов		Оценить динамику показателя	Сопоставить со среднеотраслевым значением

2.2.3. Методика оценки уровня менеджмента предприятия

Ранее было сделано обоснование системы показателей оценки инвестиционной привлекательности предприятий, одна из составляющих которой - оценка уровня его менеджмента. Проблемность оценки этой составляющей инвестиционной привлекательности заключается в отсутствии общепринятых методических рекомендаций, которыми следовало бы здесь руководствоваться.

Во многих литературных источниках, посвященных проблемам фундаментального анализа, говорится о необходимости оценивать среди прочих характеристик компаний уровень менеджмента. Так, Ф. Бергер, обсуждая факторы прогноза развития компании, называет среди них уровень развития управления («человеческий капитал»). «От способности тех, кому поручено управление компанией, и от правильности их оценки будущего развития производства в решающей степени зависят перспективы развития компании» [2, с. 55].

А. Шилов определяет качество менеджмента как важное условие благоприятного финансового положения эмитента [66]. Признавая сложность оценки «такого неосязаемого фактора, как эффективность управления», он предлагает проводить постоянный мониторинг компании, присутствуя на собраниях ее акционеров, изучая публикации о компании, аудиторские заключения.

Среди информационных данных, в которых нуждается инвестор, в ряде изданий, посвященных информационной обеспеченности инвестиционных решений, называются, например, сведения о смене руководства компании, ее целях и стратегических решениях [71].

Часто высказывается мнение, что уровень управления фирмой неизменно найдет отражение в ее финансовой отчетности и тогда финансовое состояние компании и изменения в нем станут зеркалом менеджмента. Конечно, это так, но только вместе со многими внешними факторами (изменениями деловой активности, международными событиями, политическими решениями, инфляцией, колебаниями спроса и т.д.). Таким образом, оценка уровня управления по финансовым показателям окажется некорректной. В. Клейнер в статье «Оценка компании - оценка менеджмента» [25] отмечает, что именно в России особенно сложно судить по финансовой отчетности об уровне менеджмента, поскольку она не отражает реального состояния дел, а всякая существенная информация подлежит сокрытию. Более того, автор подчеркивает криминальный характер российского менеджмента. Для него свойственны такие черты, как при-

своение потока наличности через оффшорный бизнес, поддержание часто невыгодных для самой компании отношений с влиятельными властными и криминальными структурами, скупка акций компании ее топ-менеджерами, неограниченность власти и безнаказанность руководства компании.

В связи с затруднениями количественного описания уровня менеджмента некоторые авторы предлагают судить о нем посредством множества наблюдений творческого характера. Так, R.C. Radcliffe приводит такие из них [73]:

- управление в прошлых периодах времени. При этом связывают события, происходившие в отрасли, с изменением положения фирмы: например, как менялся уровень конкуренции и как менялись рыночные позиции предприятия;

- объем и достоверность раскрываемой обществу информации о фирме. При этом важно, чтобы раскрываемая информация не носила лишь позитивный характер, т.е. была бы только «завидного» характера, а демонстрировала видение менеджерами проблем деятельности своего предприятия;

- ясность целей и стратегий. Имеется в виду понимание менеджерами стратегии конкурентной борьбы и видение ими стратегических решений, обеспечивающих преимущества фирмы;

- характер первоочередных задач, решаемых топ-менеджерами. Следует выяснить, тратят ли менеджеры силы на решение проблем повышения эффективности использования имущества, капитальные вложения, контроль за издержками, либо главное для них - техническая обеспеченность управления, операции с ценными бумагами на фондовых рынках и т.д.;

- так называемая «густота» менеджмента. Она определяется количеством менеджеров, способных занять ключевые посты в управлении, а также тем, насколько одинаково сильны разные уровни менеджмента либо имеются слабые нижние уровни управления;

- мнение конкурентов. Изучение мнений конкурентов считается хорошим подходом в оценке уровня управления анализируемой фирмы. Обычно хорошая управленческая команда известна в своей сфере бизнеса, т.е. известность - показатель успеха.

Таким образом, оценка уровня менеджмента, по Р. Рэдклифу, носит качественный характер, строится на логическом, творческом подходе.

С. Суверов, обобщая опыт фундаментального анализа, предлагает использовать для оценки управления компаний показатели организационно-технического и кадрового уровня, правда, без уточнения их набора и методов получения [54].

Из всего этого следует вывод, что оценка уровня менеджмента является наименее регламентированной составляющей анализа компаний, признаваемой рядом исследователей качественной компонентой, не имеющей количественных измерителей. В этом случае какая-либо регламентация затруднительна, но и выбор инвестора - тоже.

Представляется, что для российских предприятий в условиях становления рыночных отношений можно использовать следующий подход к оценке.

1. Давать оценку уровня менеджмента с точки зрения понимания менеджерами предприятий своих задач и их оценки сложившегося на предприятии управленческого климата.

2. Давать оценку уровня наиболее актуальной, основополагающей составляющей менеджмента, каковой является *маркетинг*. В системе управления рыночной экономикой уровень маркетинговой деятельности занимает особое место, поскольку является первоочередным, обязательным условием успешного существования предприятия, его конкурентоспособности. При этом не умаляется значимость других управленческих и организационных задач, но даже успешная их реализация не имеет смысла, если своевременно и корректно не решаются задачи определения места данного предприятия на рынке и его соответствия рыночным условиям. В силу этого и представляется справедливым использование оценки уровня маркетинга в анализе и управлении инвестиционной привлекательностью для российских предприятий, на которых эти первоочередные управленческие задачи до сих пор решаются недостаточно успешно.

3. Оценивать степень следования менеджмента предприятия правилам корпоративного управления, в которых наиболее важное место должны занимать обеспечение правовых норм деятельности и информационная прозрачность деятельности.

Рассмотрим некоторые подходы к оценке уровня менеджмента.

1. Оценка уровня менеджмента через показатель организационного потенциала управления

Данная методика не является авторской разработкой, а представляет собой применение методики Американской ассоциации менеджеров в контексте решаемых в данном исследовании задач. Под организационным потенциалом управления понимается общая ориентированность фирмы в целом для обеспечения основных стоящих перед ней задач. Все многообразие состояний организационного потенциала управления предприятием сводится к пяти основным типам (по нарастанию совершенства):

- традиционному,
- производственному,
- маркетинговому,
- стратегическому,
- гибкому.

Каждый тип организационного потенциала, в свою очередь, складывается из трех компонент:

- уровня руководства фирмой,
- управленческого климата фирмы,
- управленческой структуры фирмы.

Для оценки состояния компонент и организационного потенциала в целом используется метод опроса менеджеров среднего звена. Они должны ответить на вопросы анкеты (заполнить таблицы), где выясняется их мнение и представление о руководстве фирмы в целом, управленческом климате, управленческих структурах. Так, оценка *характеристики руководства фирмой* осуществлялась по ряду параметров: характеру мышления, используемым рычагам руководства, готовности к риску и т.д. Для каждого типа организационного потенциала анкета содержит свой вариант ответа, а отвечающему остается выбрать тот, который, по его мнению, в наибольшей степени отвечает положению дел на предприятии. Аналогично, при оценке *характеристики управленческой структуры* оценивались система, методы, стимулы, информационная база управления. Для оценки *характеристики управленческого климата* - готовности к рынку, стиль и рычаги руководства, перспективы действий и др. По каждому направлению в список включено 10 характеристик.

В зависимости от выбранного ответа последнему присваивается балл 1, если ответ соответствует традиционному типу организационного потенциала, 2 - если производственному, 3 - если маркетинговому, 4 - если стратегическому, 5 - если гибкому. Затем общее количество набранных баллов по каждой компоненте, определяемое как сумма произведений количества получаемых ответов данного типа на балл такого ответа, делится на произведение числа параметров и число анкетированных, а полученный результат округляют до ближайшего большего. В результате получают обобщенную оценку, которая варьируется от 1 до 5 и показывает соответствие организационного потенциала предприятия одному из пяти обсуждаемых типов.

Изложенная методика оценки была апробирована на ряде предприятий (ОАО «Фритекс», ОАО «Славич», ОАО «ЯШЗ»). В качестве *анонимных* экспертов на этих предприятиях выступали начальники

отделов маркетинга, сбыта, финансового, кадров, труда, планово-экономического, а также экономисты ряда отделов. Более подробно будет изложено применение методики на примере ОАО «Фритекс», где функции экспертов выполнили девять менеджеров. Результаты оценок оказались следующими (табл. 16, 17, 18).

Из них следует, что характеристика управленческого климата составляет $288 : 90 = 3,2$ балла, т.е. определена делением общей суммы набранных баллов (суммы по последней строке табл. 17) на произведение числа опрошенных и количества вопросов (10×9). Характеристика управленческой структуры по аналогичному способу получена равной: $278 : 90 = 3,1$. Характеристика руководства $275 : 90 = 3,08$ балла. Таким образом, уровень руководства, управленческий климат, управленческая структура соответствуют маркетинговому типу. Явно, что усреднение полученных данных для получения обобщающей оценки также не изменит общий вывод $(3,2 + 3,08 + 3,1) = 3,13$ баллов.

В соответствии с диагностикой этой методики можно сделать вывод, что руководство предприятия имеет «рыночный» тип мышления, стиль руководства основан на вдохновении, рычагами руководства являются целеполагание и стимулирование. Подобный тип потенциала означает, что подготовка к переменам осуществляется заранее, решение проблем происходит путем выбора лучшей альтернативы.

Таблица 16

Характеристика управления предприятием

Параметры	Количество ответов				
	Традиционный тип	Производственный тип	Маркетинговый тип	Стратегический тип	Гибкий тип
1. Характер мышления		3	1	5	
2. Внешняя и внутренняя ориентация	1	1	3	3	1
3. Временная перспектива		1	2	2	4
4. Модель успеха	1	1	5	2	
5. Готовность к риску		6	1	1	1
6. Стиль руководства	1	4	3		1
7. Власть общего руководства	1		2	4	
8. Решение проблем	2	1	2	4	
9. Знания	1	2	1	4	1
10. Рычаги руководства	1	2		5	1
Сумма баллов	8 x 1 = 8	21 x 2 = 42	20 x 3 = 60	30 x 4 = 120	9 x 5 = 45

Таблица 17

Характеристика управленческого климата

Параметры	Количество ответов				
	Традиционный тип	Производственный тип	Маркетинговый тип	Стратегический тип	Гибкий тип
1. Отношение к переменам		1	2	2	4
2. Готовность к рынку		1	3	4	1
3. Временная перспектива		2	4	3	
4. Перспектива действий		1	4	1	3
5. Готовность к риску		6	1	1	1
6. Власть общего руководства	1	2	2	4	

7. Стиль руководства	1	4	3		1
8. Решение проблем	2	1	2	4	
9. Знания	1	2	1	4	1
10. Рычаги руководства	1	2		5	1
Сумма баллов	6 x 1 = 6	22 x 2 = 44	22 x 3 = 66	28 x 4 = 112	12 x 5 = 60

Таблица 18

Характеристика управленческой структуры

Параметры	Количество ответов				
	Традиционный тип	Производственный тип	Маркетинговый тип	Стратегический тип	Гибкий тип
1. Способ решения проблем		2	3	4	
2. Процедура решения проблем			5	3	1
3. Система управления	2	2	1	3	1
4. Вознаграждение и экономические стимулы		4	2	1	2
5. Информационная система		3	3	2	1
6. Организационная структура	2	3		1	3
7. Определение работы		2	4	1	2
8. Главные методы управления	2		3	4	
9. Наиболее важная функция	5		2	1	1
10. Потенциал для управления		2	3	2	2
Сумма баллов	11 x 1 = 11	18 x 2 = 36	26 x 3 = 78	22 x 4 = 88	13 x 5 = 65

Из классификации возможных организационных типов управления следует, что более высоким является стратегический и гибкий тип. Однако и маркетинговый тип признается соответствующим рыночным условиям. Стоит все-таки отметить, что ряд параметров, судя по ответам специалистов, признаются ими соответствующими производственному или традиционному типам (такие, как признание важности функций управления, оценка стиля и методов

управления). На это, а также на степень согласованности оценок специалистов среднего звена между собой, этих оценок и оценок топ-менеджеров может обратить внимание руководство предприятия. Полученный результат оценки уровня менеджмента дает возможность оценить его как достаточно хороший, позволяющий признать ОАО «Фритекс» инвестиционно привлекательным по данной составляющей оценки.

Но нельзя не заметить, что подобная методика может обеспечивать получение недостаточно объективных ответов, носящих комплиментарный характер в адрес руководства (несмотря на объявленную анонимность опроса), да и алгоритм выбора организационного типа по каждой характеристике не регламентируется методикой.

2. Комплексная оценка состояния маркетинга на предприятии

Процесс осознания необходимости маркетинговой деятельности на российских предприятиях в настоящее время следует считать завершенным. Он длился не один год и примерно к 1995 году даже благополучные российские предприятия, временно попавшие в рыночную среду с невысоким уровнем конкуренции, поняли неизбежность следования маркетинговой концепции хозяйствования. Однако попытки создать профессиональную службу далеко не всегда приводили к ожидаемому успеху, поскольку сопровождались следующими ошибками:

1. При создании маркетинговых служб неудачно выбирали организационный принцип их построения: вне зависимости от специфики предприятия и его рынков он чаще всего функциональный.

2. Кадровое обеспечение маркетинговых отделов велось по принципу перевода в них инженерных кадров, сокращаемых в других подразделениях.

3. Регламенты деятельности маркетинговых отделов до сих пор включают неполный перечень обязательных составляющих. Чаще дело ограничивается положением об отделе. В результате неочевидным остается распределение обязанностей между работниками, правовые и информационные взаимоотношения отдела с другими подразделениями. Как правило, не оговаривается и особый статус отдела - иметь право *вето* на деятельность других служб, если такая противоречит потребностям установкам.

4. Не регламентирован полный перечень функциональных обязанностей работников отдела маркетинга. В итоге делается акцент

на сбытовых и продвигающих усилиях, что противоречит самой сути концепции маркетинга.

5. Финансирование деятельности проводится без учета результатов деятельности маркетинговой службы и объема выполняемых работ. Результативность маркетинга определяется далеко не на каждом предприятии ввиду запаздывания результата по отношению ко времени принятия решений и отсутствия планирования, а также учета отдельных маркетинговых функций.

Здесь, как видно, названы организационные причины недостатков маркетинга, которые далее порождают методические проблемы осуществления маркетинговой деятельности.

В целях совершенствования маркетинговой деятельности предприятий, их рыночной ориентированности, получения возможностей привлечения инвестиций необходимо оценивать уровень маркетинга и целенаправленно и своевременно управлять им.

Несмотря на важность оценок уровня маркетинга, его эффективности, известные автору подходы к этим оценкам носят, как правило, либо очень частный, либо, наоборот, общий характер. Системного подхода, позволяющего дать оценку маркетинга конкретного предприятия и выполнять сравнительный анализ маркетинга различных предприятий, не разработано. В связи с этим предлагается методика, основанная на известном положении о том, что систему управления маркетингом следует рассматривать в трех направлениях:

- управление деятельностью (маркетинговое управление),
- управление функцией,
- управление спросом.

Таким образом, и оценку состояния маркетинга можно рассматривать как трехуровневую систему, состоящую из оценок состояний управления деятельностью, управления функцией, управления спросом. Эту систему представим следующим образом (табл. 19).

Управление маркетингом предлагается характеризовать посредством определения позиций отдела маркетинга на предприятии, т.е. являются ли они определяющими, приоритетными либо незаметными. Выяснялось взаимодействие отдела маркетинга с другими подразделениями, т.е. то, какие подразделения предприятия руководствуются рекомендациями маркетологов. Наконец, определялся уровень профессионализма кадров маркетинговой службы.

Система оценки уровня маркетинга на предприятии

Слагаемые оценки	Направления оценки
1. Оценка уровня управления деятельностью	1.1. Оценка позиций службы маркетинга на предприятии
	1.2. Использование рекомендаций отдела маркетинга другими подразделениями предприятия
	1.3. Уровень профессионализма работников службы маркетинга
2. Управление функцией	2.1. Метод финансирования службы маркетинга
	2.2. Круг затрат на маркетинг
	2.3. Оценка последствий принимаемых маркетинговых решений
3. Управление спросом	3.1. Полнота перечня решаемых маркетинговых задач

При оценке *управления функцией* целесообразно изучать планирование и организацию маркетинговой деятельности: метод финансирования маркетинговой службы, т.е. зависит ли размер финансирования от круга решаемых задач, от численности работников, либо финансирование деятельности стабильно. Устанавливался круг затрат на маркетинг - на заработную плату, приобретение конъюнктурных обзоров, компьютерную технику, литературу. Наконец, определялась возможность оценки последствий принимаемых маркетинговых решений.

Уровень *управления спросом*, реализации комплекса маркетинга, предлагается оценивать через круг решаемых маркетинговых задач из общего перечня типовых задач маркетинга, т.е. оценивать полноту круга решаемых задач.

Представляется, что оценка маркетинга может производиться на основе использования двух принципиально разных подходов к сбору данных - опроса менеджеров и независимой экспертизы состояния маркетинга. Первый способ требует меньших затрат времени и более применим для получения информации менеджерами с целью дальнейшего управления совершенствованием маркетинга. Второй способ более сложен, требует больше времени, поскольку связан с аудитом состояния маркетинговой деятельности предприятия. Это по силам профессиональным независимым консалтинговым фирмам, информацией от которых могут воспользоваться все заинтересованные в ней лица. Таким образом, к информации о состоянии маркетинга предъявляется такой же подход, как и, например, к финансовой отчетности, которой будут доверять внешние пользователи после проверки ее достоверности.

- Низкий (непрофильное образование и отсутствие опыта работы) - 1 балл

Общая оценка на основе формальных характеристик отдельных работников службы дается как средневзвешенная величина.

2. Планирование и организация маркетинга

А. Направления затрат на маркетинг:

- Заработная плата работников службы
- Приобретение специализированных компьютерных программ
- Приобретение информации о рыночной конъюнктуре
- Приобретение профессиональных печатных изданий
- Интернет

Осуществление затрат по каждому из перечисленных направлений дает 1 оценочный балл. Общее максимальное количество баллов по этой характеристике - 5.

Б. Возможность оценивать работниками службы маркетинга последствия принимаемых маркетинговых решений:

- Всегда - 5 баллов
- В основном - 4 балла
- Чаще да, чем нет, - 3 балла
- Иногда - 2 балла
- Никогда - 1 балл

В. Зависимость объемов финансирования службы маркетинга

- Зависит от решаемых задач - 4 балла
- Меняется вместе с финансированием других подразделений - 3 балла

- Зависит от численности работников - 2 балла

- Неизменный - 1 балл.

3. Полнота осуществления комплекса маркетинговых задач

Оценка основана на признании необходимости выполнения следующих маркетинговых задач:

- Изучение конкурентов
- Исследование потребителей
- Управление производственной программой
- Предложение идей новых товаров
- Установление цен на товары
- Организация продвижения товаров
- Организация эффективного сбыта
- Разработка стратегии и планов маркетинга

Выполнение каждой из предложенных 8 основных функций маркетинга оценивается одним баллом. Таким образом, максимальное количество баллов по этой составляющей общей оценки - 8.

Общее максимальное количество баллов, которое могло набрать оцениваемое предприятие, - 37. В итоге удалось получить оценку маркетинга ведущих предприятий, куда вошли: 1. ОАО «Автодизель», 2. ОАО «Ярсинтез», 3. ОАО «Ярославский завод топливной аппаратуры», 4. ОАО «Русьхлеб», 5. ОАО «Рыбинские моторы», 6. ЗАО «Ярославлькондитер», 7. ОАО «Ярославльнефтеоргсинтез», 8. Ярославский ликероводочный завод, 9. ОАО «Ярославский шинный завод», 10. ОАО «Лакокраска», 11. ОАО «Даниловский завод деревообрабатывающих станков», 12. ОАО «Элдин», 13. ОАО «Ярославский завод дизельных агрегатов». Заметим, что в числе обследованных предприятий львиную долю занимают предприятия химии и нефтехимии, машиностроения, что характерно для промышленности Ярославской области.

Результаты опроса могут быть обобщены в табл. 20.

Можно ранжировать предприятия и по уровню их маркетинговых служб (рис. 5). В этом ряду первое место займет ОАО «Рыбинские моторы», а последнее - Ярославский моторный завод.

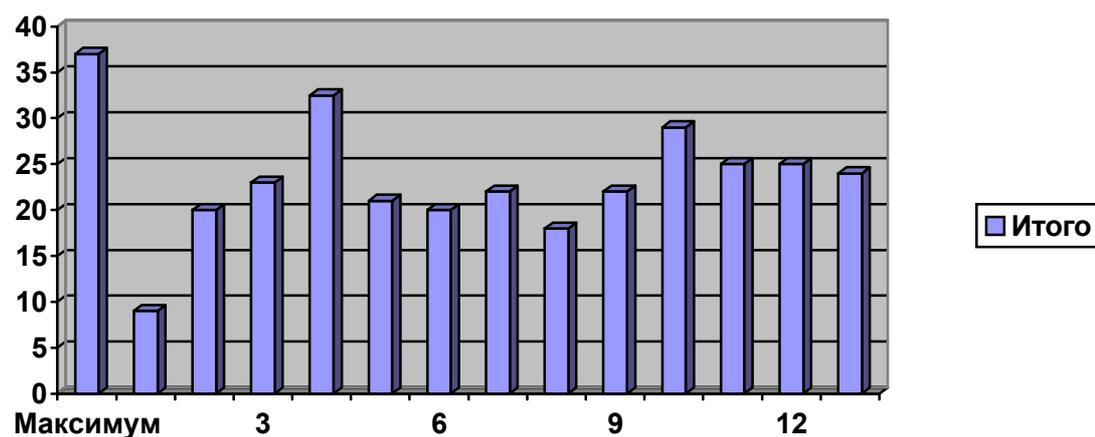


Рис. 5. Ранжирование предприятий (1 - 13) по сумме баллов

Оценка уровня маркетинга предприятий Ярославской области

Характеристика	Максимальное количество баллов	Оценка по отдельным предприятиям													
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
1.Позиции отдела маркетинга на предприятии	5	1	3	3	5	3	3	4	2	3	5	3	3	3	
2.Службы, руковод-ствующиеся реко-мендациями маркетологов	5	1	3	3	4	2	2	2	2	2	3	3	2	2	3
3.Профессиональный уровень работников	5	1	3	3	3,5	3	3	4	3	3	3	3	4	3	3
4.Перечень выполняемых задач	8	1	3	6	7	5	5	3	3	4	7	5	5	5	5
5.Направления затрат на маркетинг	5	1	2	3	4	2	2	3	2	4	4	5	3	2	
6.Метод финансиروвания маркетинговой службы	4	3	4	2	4	4	2	2	4	4	3	3	4	4	
7.Способность оце-нивать последствия маркетинговых решений	5	1	2	3	5	2	3	4	2	2	4	3	4	4	4
Сумма баллов	37	9	20	23	32,5	21	20	22	18	22	29	25	25	25	24

Можно также найти наиболее проблематичные стороны маркетинговой деятельности как на каждом предприятии, так и во всей совокупности обследованных предприятий. Для этого достаточно рассчитать средний балл по каждому показателю и найти его соотношение с максимально возможным значением. Для этого обратимся к данным табл. 21, где такие расчеты сделаны для всей совокупности предприятий. Они позволят увидеть, что, во-первых, ни одна характеристика не выполняется на максимально высоком уровне, приближаясь к нему в лучшем случае на 80% (для характеристики «используемый метод финансирования маркетинга»), во-вторых, что наиболее неудовлетворительно организована функция «использование маркетинговых решений другими подразделениями предприятий», а это означает следующее: общая рыночная ориентированность предприятий неудовлетворительна. Лишь на 27% обследованных предприятий производственные подразделения и на 18% технологические службы руководствуются маркетинговыми решениями. Кроме того, как показало исследование, маркетинговые службы акцентируют работу на сбыте и продвижении товаров, не выполняя необходимых задач по разработке товарной и ценовой политики. Лишь на Ярославском заводе дизельных агрегатов, ОАО «Рыбинские моторы», ОАО «Русьхлеб», Ярославском моторном заводе и ОАО «Лакокраска» товарная политика входит в число решаемых отделом задач.

Таблица 21

Оценка уровня отдельных характеристик маркетинговой службы

Характеристики маркетинга	Максимальный балл	Средний достигнутый балл	Отношение среднего балла к максимальному
1. Позиции отдела маркетинга на предприятии	5	3,2	0,64
2. Службы, руководствующиеся рекомендациями маркетологов	5	2,5	0,50
3. Профессиональный уровень работников	5	3,0	0,60
4. Перечень выполняемых задач	8	4,5	0,56
5. Направления затрат на маркетинг	5	2,8	0,56
6. Метод финансирования маркетинговой службы	4	3,2	0,80
7. Способность оценивать последствия маркетинговых решений	5	3,0	0,60
Всего	37	22,2	0,60

Полученные результаты могут быть использованы в управлении собственно маркетинговой деятельностью предприятия, в оценке инвестиционной привлекательности как региона, так и отдельного предприятия. Действительно, итоговая оценка состояния маркетинга, выполненная для совокупности наиболее представительных предприятий региона и ее соотношение с максимальным баллом позволяет судить о степени реализации маркетинговой концепции в целом на предприятиях этого региона. В Ярославском регионе эта оценка 22,6. Таким образом, в целом лишь на 60% (22,6/37) уровень маркетинга наших предприятий соответствует требованиям. Вместе с тем ясны и направления приближения к идеалу.

Наконец, можно выполнить отраслевую группировку предприятий и дать оценку состояния маркетинга в отраслевом разрезе (табл. 22, рис. 6).

Таблица 22

Оценка уровня маркетинга на обследованных предприятиях химической и машиностроительной отрасли

Характеристики маркетинга	Максимальный балл	По химической промышленности		По машиностроению	
		Средний достигнутый балл	Отношение к максимальному	Средний достигнутый балл	Отношение к максимальному
1. Позиции отдела маркетинга на предприятии	5	3,75	0,75	2,73	0,53
2. Службы, руководствующиеся рекомендациями маркетологов	5	2,50	0,5	2,33	0,47
3. Профессиональный уровень работников	5	3,25	0,65	2,83	0,57
4. Перечень выполняемых задач	8	4,25	0,53	4,5	0,56
5. Направления затрат на маркетинг	5	3,25	0,65	2,7	0,54
6. Метод финансирования маркетинговой службы	4	3,25	0,81	3,0	0,75
7. Способность оценивать последствия маркетинговых решений	5	3,00	0,60	2,83	0,57
Итого	37	23,25	0,63	20,92	0,57

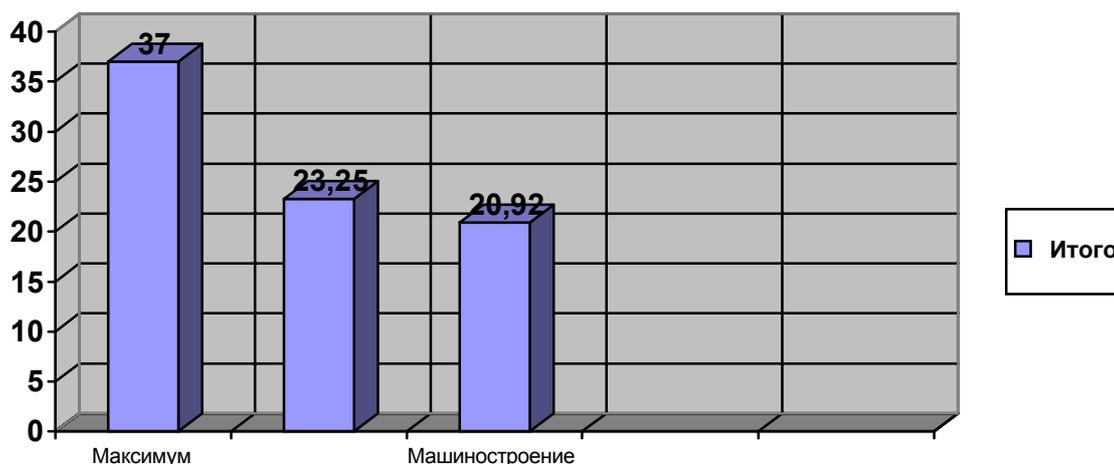


Рис. 6. Значения суммарного балла по отраслям

Если судить в целом, то уровень маркетинга, а значит, рыночная ориентированность и инвестиционная привлекательность предприятий химии несколько выше, чем у предприятий машиностроения. Химические предприятия явно опережают машиностроительные, имея более значимые позиции служб маркетинга, уровень профессионализма работников и более совершенное финансирование их деятельности. Однако и у них взаимодействие служб маркетинга с другими подразделениями предприятий неудовлетворительное.

Кроме того, в процессе исследования изучались требования к специалистам служб маркетинга и методы их подбора. Оказалось, что наиболее востребованными характеристиками являются инициативность и аналитические способности, а поиск работников ведется в основном среди знакомых и коллег либо среди сотрудников других подразделений. Ясно, что в последнем случае ценится общая осведомленность о работнике и его знания самого предприятия, а профессиональные качества приходится приобретать со временем. Это очевидные признаки переходного периода, уступающие со временем приглашению подготовленных молодых специалистов из учебных заведений. Наконец, был изучен вопрос об организационном типе маркетинговой службы. При этом оказалось, что из числа обследованных 55% предприятий реализуют функциональный, наиболее традиционный тип организации. Остальные перешли на сегментный и рыночный тип, что характерно, например, для ОАО «Лакраска», Даниловского завода деревообрабатывающих станков, Ярославского завода топливной аппаратуры.

Итак, предложенная методика оценки состояния маркетинга позволила выполнить анализ и получить количественный оценоч-

ный измеритель состояния маркетинговой деятельности предприятий, что, в свою очередь, обусловило ранжирование предприятий по этой характеристике.

2.2.4. Оценка информационной открытости бизнеса и соблюдения правил корпоративного управления

Проблема завоевания доверия вкладчиков постепенно осознается менеджерами российских предприятий как необходимое условие завоевания и поддержания ведущих позиций на рынке. Забота о репутации компаний необходима как для привлечения партнеров, так и инвесторов. Ряд крупных российских компаний, прежде всего из ряда эмитентов, вышедших на западные рынки со своими ценными бумагами, принимают кодексы корпоративного управления, основные положения которых - открытость и честность ведения бизнеса. При этом актуальной проблемой менеджмента российских компаний продолжает оставаться соблюдение прав миноритарных акционеров, интересы которых часто игнорируются при совершении крупных сделок с акциями и дополнительных эмиссиях ценных бумаг.

Реализация требования прозрачности информации компании представляет собой характеристику ее инвестиционной привлекательности. Конечно, это важное условие положительного решения инвестора о вложении средств, которое, с одной стороны, определяется менеджментом, с другой - позволяет дать оценку принимаемых менеджерских решений. В качестве одного из критериев выбора предприятия для приобретения его акций ряд ученых [69] называют информационную открытость. С этим обстоятельством связывается проблема *асимметричности информации*. В теории финансового управления асимметричность информации рассматривается как одна из базовых концепций. Суть ее состоит в том, что поскольку менеджеры фирм знают о будущем своих компаний больше, чем инвестиционные аналитики и инвесторы, то на основании закрытой информации они могут более точно судить об истинной стоимости ценных бумаг своих компаний. И наоборот. Джордж Акерлоф в книге «Рынок "лимонов"» показывает, как наличие информационной асимметричности может привести к разрушению товарного рынка, поскольку покупатели будут снижать цену, которую они готовы заплатить из-за боязни получить некачественный товар. Следовательно, это невыгодно и продавцам, которые предлагают хороший товар. То же можно распространить и на финансовые рынки. Единственное средство решить проблему - это доводить до акционеров и потенциа-

ных инвесторов благоприятную информацию о фирме, что можно сделать посредством публикации информации, проведения пресс-конференций, а еще более действенным способом убедить инвесторов в благополучии компании является регулярная выплата дивидендов. К сожалению, отношение менеджеров большинства российских компаний к проблеме информационной открытости существенно отличается от этих теоретических положений. В качестве сугубо конфиденциального источника иногда рассматривается даже внешняя отчетность компании.

По заказу компании PricewaterhouseCoopers (PwC) в 2000 году разработан индекс непрозрачности национальных экономик¹⁰. Специалисты PwC определяют непрозрачность как «недостаток четких и ясных формализованных и общепризнанных процедур ведения бизнеса». Новый индекс учитывает пять факторов, присущих экономике и политике изучаемой страны и определяющих ее инвестиционный климат и цену капитала в ней: 1) правовая защита бизнеса, 2) макроэкономическая политика, 3) корпоративная отчетность, 4) коррупция, 5) госрегулирование. Индекс формируется на основе опросов специалистов (финансовых директоров, банкиров, аналитиков по акциям). При условии благоприятного состояния фактора ему присваивают ноль очков. Худшая оценка - 150 очков. Чем больше очков набирает страна, тем сложнее и дороже вести в ней бизнес. Из приведенного примера следует, что в данном случае прозрачность понимается расширительно, т.е. как характеристика, называемая чаще инвестиционной привлекательностью страны и определяемая через риски ведения бизнеса в этой стране.

В контексте данного исследования обсуждается именно информационная прозрачность, т.е. раскрытие информации о предприятии в объеме, необходимом и достаточном для инвесторов. К такой информации прежде всего относят финансовую отчетность. Она характеризует ретроспективные финансовые показатели деятельности, использование и размещение финансовых ресурсов, что немаловажно для акционера.

Прежде всего, стоит оговориться, что необходимый объем информации и, главное, условия ее раскрытия различны для предприятий разных организационно-правовых форм хозяйствования. Правовая регламентация этих процессов характерна для акционерных обществ открытого типа. В соответствии с Федеральным законом № 39-ФЗ от 22 апреля 1996 года «О рынке ценных бумаг» акционерные общества обязаны раскрывать информацию о своей деятельности в

~~XXXXXXXXXXXXXXXXXXXX~~

¹⁰ Кирьян П. Кто кого прозрачнее // Эксперт. 2001. № 7. С. 50.

форме ежеквартального отчета эмитента и предоставления сообщений о существенных фактах, затрагивающих его финансово-хозяйственную деятельность. Кроме того, постановлением Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку РФ № 9 от 8 мая 1996 года «О дополнительных сведениях, которые открытое акционерное общество обязано публиковать в средствах массовой информации» установлен следующий перечень публикуемых в обязательном порядке данных:

- годовой отчет общества;
- бухгалтерский баланс и отчет о прибылях и убытках;
- списки аффилированных лиц общества;
- соотношение стоимости чистых активов и размера уставного капитала;
- количество акционеров;
- информацию о держателе реестра акционеров.

Порядок составления отчетов и представления их в Федеральную комиссию по ценным бумагам и фондовому рынку РФ определен постановлением ФКЦБ РФ № 31 от 11 августа 1998 года «Об утверждении положения о ежеквартальном отчете эмитента эмиссионных ценных бумаг». Постановлением определено, что ежеквартальные отчеты представляют все эмитенты, государственная регистрация хотя бы одного выпуска ценных бумаг которых сопровождалась регистрацией проспекта эмиссии. При этом для акционерных обществ, созданных до вступления в силу закона «О рынке ценных бумаг в соответствии с «Положением о коммерциализации государственных предприятий с одновременным преобразованием в акционерные общества открытого типа», утвержденным Указом Президента РФ № 721 от 1 июля 1992 года, план приватизации признается проспектом эмиссии его акций. Такие общества обязаны представлять ежеквартальные отчеты при условии, если численность акционеров более 500.

Акционерные общества, выпуск ценных бумаг которых не сопровождался регистрацией проспекта эмиссии, обязаны представлять ежеквартальный отчет в том случае, если проводится реклама таких ценных бумаг, а также если осуществляется публичное объявление цен их покупки или продажи по объявленным ценам.

Требования к раскрытию информации, содержащейся в бухгалтерском балансе и отчете о прибылях и убытках, устанавливает Федеральный закон «О бухгалтерском учете» и приказ Министерства финансов РФ № 101 от 28 ноября 1996 года «О порядке представления отчетности открытым акционерным обществом». В соответствии с этим приказом формы отчетности должны быть опубликованы

в любых средствах массовой информации в полном либо сокращенном виде в зависимости от определенных условий (табл. 23).

Таблица 23

Определение форм представления отчетности

Показатель	Форма в зависимости от кратности показателя МРОТ			
	Полная	Сокращенная с показателями по группам статей		Сокращенная с итоговыми показателями по разделам
Валюта баланса на конец отчетного года	Превышает 400 000	Превышает 400 000	Не превышает 400 000	Не превышает 400 000
Выручка от реализации товаров, продукции, работ, услуг	Превышает 1 000 000	Не превышает 1 000 000	Превышает 1 000 000	Не превышает 1 000 000

Информационная прозрачность реально становится фактором инвестиционной привлекательности лишь в ситуации, когда информация позитивна, достоверна, а руководство не скрывает теневые финансовые потоки. Российская действительность часто такова, что ведущие менеджеры предприятий в процессе приватизации становились одновременно его основными собственниками и не проявляли заинтересованности в росте рыночной стоимости акций, так как занимались скупкой акций по их номинальной стоимости. В настоящее время сокрытие данных о компаниях не позволяет реально оценить их рыночную стоимость и а) подвергает компанию опасности скупки акций сторонним стратегическим инвестором, б) не дает возможности осуществлять дополнительную эмиссию, т.е. привлекать с рынка капитал через свободную продажу акций, поскольку это возможно лишь в условиях достаточной информированности инвесторов о ситуации в компании, ее перспективах и намерениях.

В целях повышения информационной прозрачности компаний для инвесторов и обеспечения права инвестора на информацию об эмитенте финансовая отчетность последних размещается в системе Интернет на сайтах как Федеральной комиссии по ценным бумагам, так и ее региональных отделений. Несмотря на обязательность представления отчетности, сотрудникам ФКЦБ приходится в ряде случаев совместно с органами прокуратуры заставлять руководство предприятий представлять финансовую отчетность и сопровождающие ее необходимые данные. Так, из 2 400 зарегистрированных в Ярославской области акционерных обществ лишь примерно 1 100,

по словам руководителя регионального отделения ФКЦБ в Центральном федеральном округе Ю. Сизова, надлежащим образом оформили первичный выпуск акций, лишь по 658 предприятиям имеются сведения об их финансовом состоянии и хозяйственной деятельности [3]. Сам факт присутствия отчетности предприятия на соответствующих страницах в системе Интернет становится фактором его привлекательности для инвесторов.

Наконец, Законом «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 05.03.99 года № 46 определены нормы раскрытия информации в процессе эмиссии ценных бумаг. В связи с этим эмитенты обязаны раскрывать информацию о своих ценных бумагах и финансово-хозяйственной деятельности в следующих формах:

- ежеквартального отчета эмитента,
- ежеквартального отчета по ценным бумагам,
- сообщения о существенных фактах, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента,
- сообщения о существенных событиях и действиях, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента.

Названные сообщения должны направляться в регистрирующий орган и быть опубликованы в «Приложении к Вестнику Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг России» в срок не позднее 5 дней с момента появления существенного факта.

Проблема информационной открытости включает и аспект информационной обеспеченности инвестиционного процесса. Для российских предприятий достаточно типична ситуация, когда руководство предприятия при контактах с прямыми инвесторами оказывается неспособным сформулировать стратегию развития предприятия, разработать обоснованный бизнес-план, представить конкретное финансовое предложение. При знакомстве представителей инвесторов с предприятием на месте (этот этап называют проверкой должной добросовестности) любой профессиональный инвестор должен:

- проверить достоверность представленной финансовой и иной информации;
- найти подтверждение предложениям, заложенным в бизнес-плане;
- убедиться в правильности оформления всех необходимых документов, в том числе на предмет их соответствия действующему законодательству;

- убедиться в том, что руководители компании являются теми людьми, которые способны реализовать стратегию и обеспечить достижение поставленных целей.

В процессе проведения проверки должной добросовестности инвесторы (прежде всего иностранные) сталкиваются с многочисленными проблемами. В большинстве случаев эти проблемы не являются следствием желания руководителей предприятия скрыть или исказить информацию. Как правило, причины значительно проще: низкая эффективность процедур сбора, учета и хранения информации или отсутствие элементарного порядка в документах предприятия. Для многих российских предприятий задача представления информации об объеме продаж того или иного вида продукции, ее себестоимости и структуре затрат является непреодолимой проблемой. Более того, даже имеющаяся на предприятии информация зачастую находится в несистематизированном и разрозненном виде. В то же время наличие полноценной и корректной информации о деятельности предприятия является необходимым и исключительно важным условием для обеспечения эффективного управления. Следует также принимать во внимание, что после того как инвесторы приобрели акции предприятия, они должны иметь возможность на регулярной основе или по первому требованию получать исчерпывающую информацию о результатах деятельности предприятия и планах его развития. Способность представления информации в кратчайшие сроки сама по себе положительно характеризует управляющих предприятия, а также говорит об их открытости и готовности к честному и конструктивному диалогу с инвесторами.

Однако, помимо информационной открытости, было бы целесообразно при оценке инвестиционной привлекательности учитывать и другие аспекты качества корпоративного управления, т.е. всей системы отношений между органами управления и должностными лицами эмитентов, владельцами ценных бумаг и других заинтересованных лиц.

Взаимодействие этих участников порождает основные конфликты следующего вида:

1. Нарушение прав акционеров на участие в управлении и прибылях общества.

Действующее законодательство, регулирующее процедуру созыва и проведения общих собраний акционеров, оставляет возможности манипулирования голосами миноритарных инвесторов. Не всегда соблюдаются правила, установленные законодательством. Акционеры не получают надлежащей информации о сроках, месте проведения собрания и о повестке дня, информации, необходимой

для принятия решений по выносимым на голосование вопросам. Для сокрытия информации об истинных размерах получаемых доходов создается сеть оффшорных компаний и аффилированных лиц, контролируемых менеджерами компании или отдельными акционерами. Подавляющее большинство российских эмитентов не определяет своей дивидендной политики, порядка и сроков выплаты дивидендов. К нарушениям прав акционеров следует отнести и «разводнение» капитала, вызванное созданием дочерних и зависимых предприятий и новыми эмиссиями акций, в результате чего резко сокращается доля собственности в руках у одних акционеров за счет увеличения в ее руках других.

2. Нарушения прав акционеров советами директоров и исполнительными органами акционерных обществ.

У многих акционерных обществ отсутствуют положения, регулирующие избрание и состав совета директоров, требования к компетентности и независимости совета директоров. На некоторых предприятиях сюда включаются лица, одновременно составляющие исполнительные органы общества. Отсутствуют критерии содержания и объемов представления информации советами директоров для принятия решений общим собранием, критерии властных полномочий.

3. Нарушение прав инвесторов на получение информации.

Инвесторы часто лишены информации о размерах и формах вознаграждения членов совета директоров, количестве акций эмитента, принадлежащих им или их аффилированным лицам.

Важным аспектом раскрытия данных является опубликование достоверной бухгалтерской отчетности, прошедшей аудиторскую проверку.

В июне 2000 года известная компания McKinsey&Company провела исследование среди более 200 институциональных инвесторов в разных странах мира с целью установить значимость для них уровня корпоративного управления в компаниях, куда они вкладывают деньги. Более 80% опрошенных, как оказалось, готовы платить гораздо больше за акции компаний с подтвержденным высоким качеством корпоративного управления (до 20% на развивающихся рынках). На основании этого факта рейтинговое агентство Standard&Poor's разработало рейтинг корпоративного управления (так называемая методика «Власть»). Пока был осуществлен пилотный проект, в котором участвовали лишь 5 компаний, из которых только две («Ростелеком» и «Вымпелком») решились раскрыть результаты. По мнению экспертов, максимум, на который могут рассчитывать лучшие российские

компания, - 6 баллов из 10 возможных. Методика «Власть» включает следующие характеристики [47, с. 25]:

Структура акционерного капитала (структура собственности). В руках каждого собственника, по требованию методики этого агентства, не должно быть более 25% акций. То же относится и к общему количеству акций, принадлежащих топ-менеджерам данной компании. Лучший вариант - когда последние не являются владельцами акций, поскольку располагают большей информацией о компании, чем другие акционеры. Среди собственников не должно быть государства и подконтрольных ему структур.

Отношения с финансово заинтересованными лицами. Собрание акционеров должно проводиться с соблюдением необходимых процедур - в месте, удобном для большинства акционеров, акционеры должны быть заранее проинформированы о нем. Финансовая документация размещена на сайте компании в Интернете. У компании должен быть независимый регистратор, дабы руководство компании не препятствовало сделкам по продаже акционерами принадлежащих им акций.

Финансовая прозрачность и раскрытие информации. Компания обязана публиковать в Интернете ежеквартальные финансовые отчеты. Они должны соответствовать международным стандартам и обязательно сопровождаться пояснительной запиской аудитора. Последняя отражает сделки с аффилированными компаниями. Необходимо, чтобы руководство комментировало все события внутри компании, которые могут повлиять на стоимость акций. Отчеты компании должны публиковаться во всех странах, где находятся ее акционеры. Проверяется независимость аудитора, отсутствие тесных финансовых связей его с компанией.

Структура и методы работы совета директоров и менеджмента. В совет директоров должно входить не более 15 человек, а собираться этот орган должен не реже двух раз в квартал, в полном составе. Больше половины членов совета директоров должны быть независимы от самой компании, т.е. не трудиться в ней и не иметь заинтересованности в аффилированных структурах. Общий реальный доход каждого топ-менеджера - доступная для акционеров информация. Не должны присутствовать скрытые механизмы, мешающие смене руководства.

Российским Институтом корпоративного права и управления по оригинальной методике также разработан рейтинг качества корпоративного управления (одобрен группой международных экспертов Blue Ribbon Panel) в основном для использования его институциональными инвесторами (паевые, пенсионные фонды и др.). Методи-

2.3. Построение рейтинговой оценки инвестиционной привлекательности предприятия

Ранее было показано, что инвестиционная привлекательность предприятий представляет собой многофакторную характеристику. В формировании итогового суждения инвесторов относительно целесообразности вложения в то или иное предприятие участвуют многочисленные показатели предприятия, к тому же по-разному оцениваемые теми или иными группами инвесторов. В качестве организационного обеспечения процесса выбора выступают рейтинги инвестиционной привлекательности, которые, например, формируют известные рейтинговые агентства, такие, как «Стэндрд энд Пуэрс» («Standard & Poor's»), «Мудис» («Moody's») и т.д. Эти агентства, являясь независимыми субъектами рынка и имея высокую профессиональную репутацию, присваивают рейтинги долговым обязательствам отдельных компаний либо страновые рейтинги для оценки способности той или иной страны отвечать по долговым обязательствам.

Широко известны системы рейтинговых оценок корпоративных облигаций (табл. 24), определяющие качество этих ценных бумаг компаний [8].

Таблица 24

Рейтинг облигаций

«Moody's»	«Standard & Poor's»	Характеристика качества облигаций
Ааа	ААА	Высококачественные инвестиционные облигации. Самый высокий рейтинг.
Аа	АА	Высококачественные инвестиционные облигации. Высокое качество по всем стандартам, но понижена степень надежности.
А	А	Инвестиционные облигации среднего качества. Хорошие инвестиционные свойства, но чувствительны к неблагоприятным изменениям в экономике.
Ваа	ВВВ	Инвестиционные облигации среднего качества. Слабо защищены от неблагоприятных изменений в экономике.
Ва	ВВ	Спекулятивные выпуски. Вероятность выплаты процентов и номинала колеблется в разные экономические периоды.

В	В	Спекулятивные выпуски. Вероятность выплаты процентов и номинала невелика.
Саа	ССС	Высокорискованные облигации. Высокая опасность невыполнения обязательств по ним.
Са	СС	Высокорискованные облигации. Высокоспекулятивные выпуски, обязательства по которым часто не выполняются.
С	-	Высокорискованные облигации. Признаются не имеющими инвестиционных качеств.

Существует взаимосвязь между присваиваемым рейтингом и показателями а) финансовых показателей компании, в том числе ее потенциала доходности и степени ликвидности, б) ситуации в отрасли, которой принадлежит компания, в) конкурентных позиций компании-эмитента, г) условий письменного соглашения об эмиссии. В частности, уровень рейтинга аналитики сопоставляют со значением ряда финансовых показателей компании (табл. 25), признаваемых самыми важными в списке показателей, характеризующих финансовые позиции эмитента.

Несмотря на установленную аналитиками связь между уровнем приведенных в табл. 25 коэффициентов и рейтингом компании, сама методика построения рейтингов является закрытой, более того, особенной в каждом рейтинговом агентстве.

Таблица 25

Взаимосвязь между финансовыми коэффициентами и рейтингами облигаций, 1983 – 1985 гг. («Стэндард энд Пуэрс») [73]

Категория рейтинга	Коэффициент «покрытия» процентов	Кэш флоу к долгосрочным обязательствам, %	Рентабельность инвестированного капитала, %	Долгосрочные обязательства к перманентному капиталу, %
AAA	7,48	309,0	25,6	8,9
AA	4,43	118,4	22,0	18,9
A	2,93	75,4	18,0	24,5
BBB	2,3	45,7	12,1	31,5
BB	2,04	27,0	13,8	45,5
ССС	0.75	15,1	2,7	69,3

В различных изданиях излагаются те или иные подходы к построению рейтинговых систем организаций, в том числе и инвестиционные рейтинги, правда, в ряде случаев описание сопровождается лишь перечислением основных формирующих их характеристик, без указания точных методик их получения и используемых методик формирования единого интегрального показателя. Так, некото-

рые авторы упоминают рейтинговую банковскую систему CAMEL, аббревиатура которой означает: капитал, активы, менеджмент, эффективность, ликвидность [1, 67], но без подробностей ее построения. Ряд отечественных авторов приводят сформированные ими инвестиционные рейтинги предприятий, однако включающие только финансовые показатели. Наиболее известный рейтинговый интегральный показатель, представляющий собой среднее квадратичное отклонение финансовых показателей предприятий от эталонного значения (в качестве таковых принимается максимальное из всех наблюдаемых значений рассматриваемого показателя), предложен А.Д. Шереметом и Р.С. Сайфулиным [67]:

$$R_i = [\sum(1 - K_j)^2]^{-1/2},$$

где R_i - рейтинг i -того предприятия,

K_j - коэффициент отношения j -того показателя i -того предприятия к максимальному значению данного показателя.

Этим же авторам принадлежит и другой рейтинг финансового состояния, который также рекомендован для оценки инвестиционной привлекательности. Рейтинг включает пять показателей финансового состояния, и формирование его исходит из того, что итоговый показатель должен быть равен 1,0, в то время как вклад каждого в рейтинговую оценку одинаков и равен 0,2. В связи с этим определяется значение коэффициента при нормативных значениях частных показателей:

Показатели	Нормативное значение	Весовой коэффициент
Коэффициент обеспеченности оборотных средств собственными источниками, K_1	0,1	2,0
Коэффициент текущей ликвидности, K_2	2,0	0,1
Коэффициент оборачиваемости всех активов, K_3	2,5	0,08
Рентабельность продаж, K_4	0,2	1,0
Рентабельность собственного капитала, K_5	0,2	1,0

Рейтинг имеет следующий вид:

$$R = 2K_1 + 0,1K_2 + 0,08 K_3 + K_4 + K_5$$

и может использоваться для сравнения предприятий по финансовому состоянию между собой и по степени достижения эталона (значения 1,0).

А. Синягиным [50] сформирован рейтинг предприятия на основе признанных им наиболее важными показателей а) коэффициента ликвидности (КЛ), б) коэффициента автономии (КА), в) оборачиваемости активов (ОА), г) рентабельности продаж (РП). Оценив (ме-

тодом попарных сравнений) важность каждого из перечисленных показателей в оценке финансового состояния предприятия, А. Синягин предлагает рейтинговый интегральный показатель (ИК) вида:

$$\text{ИК} = 1,33 \text{ КЛ} + \text{КА} + 1,17 \text{ ОА} + 1,5 \text{ РП}.$$

Далее автор рекомендует учесть динамику ИК инвестору, принимающему решение о вложении средств в данное предприятие: вкладывать следует при росте интегрального показателя.

Помимо того, что вызывают определенные сомнения коэффициенты значимости частных финансовых показателей, необоснованным остается сам выбор этих показателей для оценки. Для всех упомянутых выше рейтинговых оценок характерно, что они признаются их авторами универсальными, т.е. пригодными для всех типов инвесторов, а ведь инвестиционные решения разнообразны.

В ряду рейтинговых интегральных показателей, использующих финансовые коэффициенты эмитента, стоит упомянуть и разработку автора данной монографии [16]. Предложенный интегральный показатель инвестиционной привлекательности предприятия имеет следующий вид:

$$I_{\text{ипп}} = a_i \sum K_i / K_{i0} + a_j \sum K_j / K_{j0},$$

где a_i и a_j - соответственно коэффициенты значимости (веса) показателей доходности и надежности (риска) для инвестора,

K_i и K_j - значения частных показателей, характеризующих доходность и надежность (риск),

K_{i0} и K_{j0} - рекомендуемые значения показателей соответственно доходности и надежности.

Достоинством этого подхода является разделение используемых показателей на две группы - доходности и риска. Ранее было предложено показатели дохода и доходности, полученные из финансовой отчетности предприятий, называть характеристикой инвестиционного потенциала, а показатели платежеспособности - характеристикой инвестиционного риска. Приведенный интегральный показатель может быть использован далее для построения общего рейтинга инвестиционной привлекательности предприятия. Для этого достаточно включить в него показатели доходности и риска (надежности), приведенные в табл. 14 и 15. Заметим, что в таблицы были включены и рекомендации относительно оценки уровня частных финансовых показателей. Коэффициенты значимости доходности и надежности предлагается определять инвестору в соответствии с его предпочтениями ($a_i > 0,5$, если инвестор предпочитает доходность, и наоборот). Таким образом, этот интегральный показатель позволяет учесть критериальные для инвестора характе-

ристики (риск и доходность) и инвестиционные предпочтения вкладчика (риск или доходность).

Однако, поскольку характеристика инвестиционной привлекательности предприятия не исчерпывается только финансовыми показателями, должно произойти расширение рейтинга посредством учета всех слагаемых привлекательности предприятия.

Представляется, что к построению рейтингового показателя инвестиционной привлекательности предприятия следует сформулировать следующие требования:

- он должен включать все составляющие характеристики привлекательности предприятия для вкладчика;

- в нем необходимо учесть требования инвесторов разного типа (как ранее было показано, тип определяется видом вложения и основными целями инвестора), что можно сделать путем использования при формировании рейтинга соответствующих показателей оценки инвестиционной привлекательности;

- рейтинговый показатель должен дать возможность однозначно судить о привлекательности предприятия, а также позволять выполнять сравнение предприятий-реципиентов с целью выбора наиболее предпочтительного и оценивать динамику инвестиционной привлекательности конкретного предприятия во времени.

На основании изложенных в предыдущих параграфах положений по составу слагаемых инвестиционной привлекательности и характеризующих их конкретных показателей предлагается такой алгоритм формирования рейтингового показателя.

1. Оцениваются основные характеристики инвестиционной привлекательности предприятия:

- темп роста продаж (выручки) как свидетельства рыночных позиций предприятия,
- финансовое состояние,
- уровень управления (маркетинга),
- информационная прозрачность (либо шире - качество корпоративного управления).

2. Оценивается инвестиционная стоимость предприятия (для венчурных инвесторов, либо инвесторов, оценивающих целесообразность вложения на известных условиях, т.е. по известной рыночной цене).

3. В зависимости от степени достижения определенного уровня той или иной характеристики предприятию присваивается инвестиционный буквенный рейтинг, общий принцип обозначения которого: А - высшая степень привлекательности, В - средняя степень, С - низшая степень. Таким образом, предлагается мягкий режим рей-

тингования, когда в одну группу могут быть отнесены несколько объектов оценки в зависимости от диапазона значений присущих им характеристик.

Более детально алгоритм формирования рейтинга описан в табл. 26.

Таблица 26

Методика формирования рейтингового показателя инвестиционной привлекательности предприятий

Характеристика инвестиционной привлекательности предприятия	Категория рейтинговой оценки и условия ее присвоения		
	А	В	С
Рыночные позиции (динамика выручки)	Темп изменения положительный, не ниже среднего значения ведущих предприятий данной отрасли промышленности	Выручка растет, но годовые темпы ниже средних значений ведущих предприятий отрасли	Объемы продаж снижаются
Финансовое состояние	Интегральный показатель финансового состояния находится на рекомендуемом уровне (последний определен при рекомендуемых значениях всех частных показателей)	Интегральный показатель финансового состояния ниже рекомендуемого уровня не более чем на 15%	Интегральный показатель финансового состояния более чем на 15% ниже рекомендуемого уровня
Уровень менеджмента	Интегральная характеристика уровня маркетинга соответствует требованию	Интегральная характеристика уровня маркетинга ниже требуемого уровня до 40%	Интегральная характеристика уровня маркетинга ниже требуемого более чем на 40%
Информационная прозрачность	Наличие опубликованных финансовых отчетов в полном объеме со всеми требуемыми реквизитами	Наличие опубликованных финансовых отчетов в неполном виде	Отсутствие опубликованных финансовых отчетов

Допустимое отклонение значений характеристик от рекомендуемого уровня установлено на основании следующих соображений:

1. Темп роста выручки задан с учетом динамики продаж ведущих предприятий российской промышленности, достигнутых в 2000 году.

2. В инвестиционном анализе значение коэффициента вариации как показателя процентного отклонения значений показателя от ожидаемой величины признается характеристикой среднего риска, если оно достигает 15%, и высокого - при достижении 18 - 20%. Если интегральный показатель финансового состояния выше рекомендуемого значения, то риск не фиксируется.

3. Характеристика маркетинга в ситуации соответствия его требуемому уровню (означающему высокий уровень маркетинга) согласно с использованной методикой оценки формировалась из четырех- либо пятибалльных оценок. Оценка 3 балла обычно означала средний уровень достижения той или иной частной характеристики (отклонение от максимума 40%), оценка 2 и менее баллов присваивалась при низком уровне достижения (отклонение от максимума более 40%).

4. Оценка информационной прозрачности может быть выполнена с помощью www.mosfund.ru (сайт ФКЦБ по Центральному федеральному округу) и [http.skryn.ru](http://skrin.ru) (Независимой ассоциации участников фондового рынка), где должна в обязательном порядке размещаться финансовая отчетность российских компаний.

5. Сформированный рейтинг позволит оценивать риски инвестора по отношению к компании-реципиенту. Оценка инвестиционной стоимости компании позволит оценить доходность вложения и сопоставить ее значение с ожидаемой инвестором величиной.

Опираясь на изложенные положения, сформируем далее рейтинговую оценку инвестиционной привлекательности для нескольких ярославских компаний: ОАО «Лакокраска», ОАО «Ярославский шинный завод» (ЯШЗ), ОАО «Автодизель», ОАО «Ярославский завод дизельных агрегатов» (ЯЗДА).

1. Рыночные позиции предприятий

В качестве эталона были взяты значения динамики выручки ведущих отечественных промышленных предприятий. По данным 2000 года, темпы роста выручки достигли высоких значений у многих российских предприятий, в том числе и не попавших в соответствующие рейтинги. По данным рейтинга «Эксперт-200», средний темповый показатель составил 62,4%. Однако в разрезе отраслей этот показатель различался: для ведущих предприятий химической промышленности он достигал 77%, а для машиностроительных - 55%. Конечно, данные рейтинга включают влияние инфляции, но поскольку показатели используются в сравнении, то этим позволено пренебречь. Принимая условия построения рейтинговой

оценки (табл. 26), присвоим следующие категории инвестиционной привлекательности оцениваемым предприятиям (табл. 27):

Таблица 27

**Рейтинговая оценка инвестиционной привлекательности
предприятий по рыночным позициям**

Предприятия	Оценка инвестиционной привлекательности		
	Динамика выручки в 2000 году, %	Отклонение от эталона	Категория
ОАО «Лакокраска»	75	Примерно соответству- ет эталону	А
ОАО «ЯШЗ»	52	Меньше эталона, но выручка растет	В
ОАО «Автодизель»	73	Больше эталона	А
ОАО «ЯЗДА»	77	Больше эталона	А

**2. Интегральная характеристика финансового состояния
предприятий**

Она выполнена на основании выбранных ранее характеристик (табл. 14 и 15) и использует отчетные данные предприятий за 1999 и 2000 годы. Два показателя не удалось применить в расчете. Это касается показателя ПЕ, т.е. величины покрытия прибылью сумм уплаченных процентов, сумма которых не нашла отражения в отчетности выбранных для оценки предприятий: ни в отчете о прибылях и убытках, ни в отчете о движении денежных средств. Не удалось также включить в расчет показатель, характеризующий покрытие чистым денежным потоком долгосрочных обязательств, поскольку таковые либо не используются этими предприятиями, либо величина их чрезвычайно мала. Наконец, отсутствие дивидендных выплат у анализируемых предприятий, да и отсутствие какой-либо базы сравнения (лишь очень немногие даже из ведущих российских предприятий выплачивают дивиденды либо делают это в незначительном размере и на случайной основе), заставило отказаться и от этого показателя в оценке. Полученные показатели приведены в табл. 28.

8. Коэффициент промежуточной ликвидности					
	1,0	1,02	0,4	0,3	0,52
9. Коэффициент оборачиваемости	1,0 - для химических предприятий, 1,7 - для машиностроительных				
		1,2	2,74	1,45	0,57

Дальнейшие расчеты были выполнены по ранее предложенному алгоритму:

$$I_{ипп} = a_i \sum K_i / K_{i0} + a_j \sum \sum K_j / K_{j0},$$

но значения весовых коэффициентов были приняты равными 1,0, т.е. значимость слагаемых принималась равной.

В параграфе 2.2.2 при обсуждении требований к используемым для оценки инвестиционной привлекательности финансовым показателям было проведено разграничение между группами показателей, характеризующими а) потенциал дохода для инвестора - рентабельность, чистая прибыль на акцию - и б) риск (надежность) - ликвидность, финансовая независимость, оборачиваемость. Далее были сделаны расчеты с использованием такого разделения показателей, а также разных их наборов для инвесторов-кредиторов и инвесторов-собственников. Результаты расчетов приведены в табл. 29.

При расчетах интегрального показателя для первых учитывались

- рентабельность собственного капитала,
- рентабельность продаж,
- чистая прибыль на акцию,
- динамика чистой прибыли,
- общий коэффициент ликвидности,
- коэффициент финансовой независимости,
- коэффициент оборачиваемости.

Для инвесторов-кредиторов:

- рентабельность активов,
- рентабельность продаж,
- динамика чистой прибыли,
- коэффициент финансовой независимости,
- коэффициент промежуточной ликвидности,
- коэффициент оборачиваемости.

Таблица 29

Результаты расчетов интегральных показателей инвестиционной привлекательности предприятий

Предприятие	Значение интегрального показателя					
	для инвестора-собственника			для инвестора-кредитора		
	Потенциал дохода	Риск	Итоговый	Потенциал дохода	Риск	Итоговый
ОАО «Лакокраска»	1,04	6,13	7,17	0,27	5,55	5,82
ОАО «ЯШЗ»	2,36	3,96	6,32	1,74	3,43	5,17
ОАО «Автодизель»	6,69	2,26	8,95	3,54	1,91	5,45
ОАО «ЯЗДА»	2,28	3,32	5,60	2,35	3,25	5,60
Эталонное значение	4,0	3,0	7,0	3,0	3,0	6,0

Значения интегрального показателя для инвестора-собственника получены следующим образом:

ОАО «Лакокраска»: $I_{\text{ипп}} = (1,4/25,0 + 1,02/12,0 + 51,0/57,0 + 0) + (3,33/1,0 + 2,4/1,5 + 1,2/1,0) = 1,04 + 6,13 = 7,17$

ОАО «ЯШЗ»: $I_{\text{ипп}} = (11,7/25,0 + 14,9/12,0 + 37,0/57,0 + 0) + (0,69/1,0 + 0,8/1,5 + 2,74/1,0) = 2,36 + 3,96 = 6,32$

ОАО «Автодизель»: $I_{\text{ипп}} = (16,9/25,0 + 10,3/7,5 + 167,7/46,0 + 1,0) + (0,76/1,0 + 0,97/1,5 + 1,45/1,7) = 6,69 + 2,26 = 8,95$

ОАО «ЯЗДА»: $I_{\text{ипп}} = (5,9/25,0 + 7,2/7,5 + 3,9/46,0 + 1,0) + (2,4/1,0 + 0,87/1,5 + 0,57/1,7) = 2,28 + 3,32 = 5,6$

Для инвестора-кредитора будут следующие показатели:

ОАО «Лакокраска»: $I_{\text{ипп}} = (1,02/12,0 + 3,4/18,7 + 0) + (3,33/1,0 + 1,02/1,0 + 1,2/1,0) = 0,27 + 5,55 = 5,82$

ОАО «ЯШЗ»: $I_{\text{ипп}} = (14,9/12,0 + 9,3/18,7 + 0) + (0,69/1,0 + 0,4/1,0 + 2,74/1,0) = 1,74 + 3,43 = 5,17$

ОАО «Автодизель»: $I_{\text{ипп}} = (10,3/7,5 + 21,9/18,7 + 1,0) + (0,76/1,0 + 0,3/1,0 + 1,45/1,7) = 3,54 + 1,91 = 5,45$

ОАО «ЯЗДА»: $I_{\text{ипп}} = (7,2/7,5 + 7,3/18,7 + 1,0) + (2,4/1,0 + 0,52/1,0 + 0,57/1,7) = 2,35 + 3,25 = 5,60$

Полученные результаты могут быть преобразованы в относительные величины путем сопоставления их с эталонными значениями интегрального показателя, т.е. полученными при условии, что все частные показатели имеют рекомендуемое значение (табл. 30). В таком виде они пригодны для однозначного суждения об инвестиционной привлекательности, тогда как данные табл. 29 могут быть

использованы лишь в сравнительном аспекте, т.е. для выбора предприятий из анализируемой совокупности.

Таблица 30

Относительные интегральные показатели инвестиционной привлекательности промышленных предприятий по финансовому состоянию

Предприятия	Относительные интегральные показатели		
	по потенциалу дохода	по риску	с учетом доходности и риска
Для инвестора-собственника			
ОАО «Лакокраска»	0,26	2,04	1,02
ОАО «ЯШЗ»	0,59	1,32	0,90
ОАО «Автодизель»	1,67	0,75	1,28
ОАО «ЯЗДА»	0,57	1,11	0,80
Для инвестора-кредитора			
ОАО «Лакокраска»	0,09	1,85	0,97
ОАО «ЯШЗ»	0,58	1,14	0,86
ОАО «Автодизель»	1,18	0,64	0,90
ОАО «ЯЗДА»	0,78	1,09	0,93

Результаты говорят о следующем:

1. Для инвесторов-собственников не привлекательны ОАО «ЯШЗ» и ОАО «ЯЗДА», поскольку относительный интегральный показатель у них меньше 1. Наиболее предпочтительным является ОАО «Автодизель», имеющий самый высокий относительный показатель из сравниваемых предприятий. Такие преимущества получены благодаря высокому потенциалу дохода (относительный показатель 1,67). На втором месте - ОАО «Лакокраска», но благодаря высоким платежным характеристикам (низкому риску) - относительный показатель 2,04. Инвестор, желающий вложить в предприятие с показателями не ниже эталонных как по доходу, так и рискам, не выберет ни одного из сравниваемых предприятий.

2. Выбор для инвесторов-кредиторов затруднителен, поскольку ни одно предприятие не достигло эталонного значения интегрального показателя. Из сравниваемых предприятий такой инвестор может предпочесть ОАО «Лакокраска», поскольку его интегральный показатель близок эталону, однако у предприятия очень низкий потенциал дохода.

Наконец, ориентируясь на табл. 26, можно дать итоговую рейтинговую характеристику анализируемых предприятий (табл. 31).

Таблица 31

Рейтинговая оценка инвестиционной привлекательности предприятий по финансовому состоянию

Предприятие	Рейтинговая оценка предприятий по финансовому состоянию			
	для инвесторов-собственников		для инвесторов-кредиторов	
	Сравнение с эталоном, в %	Категория	Сравнение с эталоном, в %	Категория
ОАО «Лакокраска»	Больше эталона	А	Равен эталону	А
ОАО «ЯШЗ»	Меньше эталона на 10%	В	Меньше эталона на 14%	В
ОАО «Автодизель»	Больше эталона	А	Меньше эталона на 10,0%	В
ОАО «ЯЗДА»	Меньше эталона на 20%	С	Меньше эталона на 7,0%	В

3. Уровень маркетинга

На основании материала параграфа 2.2.3, где была выполнена оценка уровня маркетинга на наиболее представительных ярославских предприятиях, и условий, изложенных в табл. 26, можно дать итоговую оценку маркетинга в контексте инвестиционной привлекательности предприятий (табл. 32).

Таблица 32

Рейтинговая оценка инвестиционной привлекательности по уровню маркетинга

Предприятие	Рейтинговая оценка предприятий по уровню маркетинга			
	Эталонное значение оценки	Оценка уровня маркетинга на предприятиях	Отклонение от эталона	Категория оценки
ОАО «Лакокраска»	37	29	Меньше на 22%	В
ОАО «ЯШЗ»	37	22	Меньше на 41%	В
ОАО «Автодизель»	37	9	Меньше на 56%	С
ОАО «ЯЗДА»	37	24	Меньше на 35%	В

4. Информационная прозрачность компаний

Для оценки информационной прозрачности была произведена проверка наличия финансовых отчетов предприятий на сайте Независимой ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР) и всемирно известной консалтинговой фирмы Ernst&Young: <http://skrin.ru>.

В зависимости от объема раскрываемой информации предприятия здесь сгруппированы следующим образом:

Категория А+. Компании, готовые раскрывать информацию о себе в свободном доступе всем заинтересованным лицам и компенсировать связанные с этим расходы. Они представляют на сайт в полном объеме учредительные и эмиссионные документы, бухгалтерскую отчетность, сообщения о существенных фактах (событиях).

Категория А. Сюда включены компании, раскрывающие информацию о себе в полном объеме для пользователей сайта.

Категория В. Это компании, представляющие на сайт всю необходимую информацию, но с этими эмитентами не заключено соглашение об информационном сотрудничестве.

Категория С+. Это компании, представляющие в полном объеме квартальные отчеты.

Категория С. Сюда отнесены предприятия, не представляющие полную информацию, а делающие это лишь выборочно. Есть контактная информация.

Категория С-. Это компании, по которым имеется только контактная информация и публикуются корпоративные новости.

Исходя из этой классификации и условий формирования обсуждаемого рейтинга инвестиционной привлекательности, предприятия категорий А+, А, В, С+ должны иметь категорию инвестиционной привлекательности А. Предприятиям категории С- нужно присвоить рейтинг В. Наконец, предприятия, чья информация отсутствует на сайте, получают рейтинг С. Определим рейтинги инвестиционной привлекательности оцениваемых предприятий (табл. 33).

Наконец, можно получить полный рейтинг инвестиционной привлекательности предприятий, для чего будут использованы данные таблиц 27, 31, 32, 33, 34.

Таблица 33

**Рейтинг инвестиционной привлекательности
по информационной прозрачности компаний**

Предприятия	Рейтинг http.skryn.ru	Рейтинг инвестиционной привлекательности
ОАО «Лакокраска»	С	В
ОАО «ЯШЗ»	С	В
ОАО «Автодизель»	С	В
ОАО «ЯЗДА»	С	В

Таблица 34

**Итоговый рейтинг инвестиционной
привлекательности предприятий**

Предприятия	Рейтинг для инвесторов-собственников	Рейтинг для инвесторов-кредиторов
ОАО «Лакокраска»	ААВВ	ААВВ
ОАО «ЯШЗ»	ВВВВ	ВВВВ
ОАО «Автодизель»	ААСВ	АВСВ
ОАО «ЯЗДА »	АСВВ	АВВВ

Полученные данные позволяют сделать выводы :

1. ОАО «Лакокраска» является наиболее инвестиционно привлекательным объектом для инвесторов обоих типов. Есть проблемы управленческого характера. Их должны увидеть менеджеры и принять во внимание при создании инвестиционного имиджа предприятия.

2. ОАО «ЯШЗ» является проблемным для привлечения инвестиций предприятием. Конкурентная ситуация в отрасли ограничивает рыночные позиции предприятия, что усугубляется недостатками маркетинговой деятельности. Последствия сказываются на финансовых характеристиках.

3. ОАО «Автодизель» весьма привлекательно для инвесторов первого типа в части тенденций изменения рыночных позиций и финансового состояния, но низкий уровень маркетинга и ограниченная информационная доступность говорят о том, что успехи предприятия могут носить конъюнктурный характер.

4. ОАО «ЯЗДА» динамично увеличивает объемы продаж, но имеет существенные финансовые проблемы, особенно с позиций инвесторов-кредиторов. Менеджмент и информационная открытость находятся на среднем уровне.

III. УПРАВЛЕНИЕ ФОРМИРОВАНИЕМ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ-РЕЦИПИЕНТОВ

3.1. Механизм формирования инвестиционной привлекательности предприятия-реципиента

Управлением инвестиционными характеристиками предприятий, т.е. анализом, оценкой и обеспечением должного уровня инвестиционной привлекательности предприятия (ИПП), призваны заниматься менеджеры в системе финансового менеджмента этих предприятий. В отличие от проблемы выбора и оценки управленческий аспект инвестиционной привлекательности компании не формулируется и не обсуждается в экономической литературе. Необходимость осознанных управленческих действий по обеспечению инвестиционной привлекательности очевидна, а для российской экономики невероятно актуальна. В связи с этим встает задача разработки методологии управления ИПП, т.е. обоснования концепции управления, целей, содержания, задач, методических приемов и алгоритмов принятия решений.

Комплекс управленческих действий по управлению инвестиционной привлекательностью должен иметь перманентный характер, т.е. обеспечиваться непрерывно и также постоянно предоставлять возможность привлечения источников финансирования инвестиционной деятельности. В результате поддерживается высокий уровень инвестиционной стоимости акций компаний, что гарантирует привлечение значительного капитала с фондовых рынков в результате новых эмиссий акций, и предприятие оказывается привлекательным для инвестиций как финансового, так и материального характера.

1. Концепция управления. Выше нами была сформулирована идея маркетинговой концепции управления инвестиционной привлекательностью предприятия. Перефразировав традиционное определение маркетинга применительно к инвестиционному рынку, получим следующую формулировку: *обеспечение потребностей*

инвесторов и максимизация привлекаемых инвестиционных ресурсов посредством изучения предпочтений инвесторов и обеспечения соответствия внутренней среды предприятия этим требованиям.

2. Основной целью управления инвестиционной привлекательностью является обеспечение привлечения инвестиций в требуемых размерах на приемлемых для предприятия условиях. Что касается последнего, то условиями, приемлемыми для предприятий, будут такие, которые не потребуют значительной платы за привлекаемые ресурсы (заемные и привлеченные). Конечно, объем инвестиционных ресурсов и цена их часто тесно взаимосвязаны: чем больше сумма заимствования, тем выше процентные платежи. Однако это положение представляет собой часть более общей закономерности: плата за привлекаемый (заемный) капитал тем выше, чем выше риск, который несет инвестор. Большие объемы привлечения капитала повышают риск, поскольку связаны с ростом финансовой устойчивости (при увеличении размера долга) либо с «разводнением» капитала при дополнительных эмиссиях акций и снижением их котировок. Однако при всем том цена капитала будет зависеть также от несистематического, т.е. внутрифирменного риска. А это значит, что чем ниже показатели риска в контексте оценки финансового состояния предприятия, чем большей информационной открытостью оно обладает, тем ниже будет цена капитала, а следовательно, менее доходные инвестиционные проекты будут доступны для освоения. Рост цены капитала может оказаться роковым для предприятия-реципиента, так как превысит доходность предполагаемых вложений в материальные активы. Таким образом, ***цель управления инвестиционной привлекательностью предприятия - минимизация рисков при обеспечении определенного уровня доходности.***

3. Содержание управления ИПП определим в следующем виде:

- выделение групп инвесторов, характеризующихся сходными требованиями к вложениям и уточнение специфики этих требований;
- выбор целевых групп инвесторов, требованиям которых должны соответствовать характеристики предприятия;
- выбор показателей компании, в полной мере характеризующих ее инвестиционную привлекательность для данного целевого сегмента инвесторов;
- проведение позиционирования т.е. определение степени значимости для целевых сегментов тех или иных слагаемых инвестиционной привлекательности, обеспечение их на требуемом уровне и

информирование инвесторов о текущих и перспективных инвестиционных характеристиках, т.е. создание соответствующего *инвестиционного имиджа* компании;

- обеспечение в стратегических планах позитивных тенденций развития инвестиционной привлекательности компании, т.е. обеспечение управляемости изменения показателей, характеризующих ИПП.

Для того чтобы реализовать содержательную сторону процесса управления инвестиционной привлекательностью, необходимо выполнять конкретные задачи по обеспечению определенного уровня ИПП. Ранее, во второй главе, были рассмотрены отдельные слагаемые инвестиционной привлекательности предприятия: инвестиционная стоимость, финансовое состояние, уровень менеджмента и информационная открытость бизнеса. Понимание их содержания в том виде, как было представлено в параграфе 2.2, позволяет следующим образом сформулировать задачи управления ИПП:

- управление показателями доходности и риска (в контексте характеристик финансового состояния предприятия);

- управление маркетингом, что решает проблему укрепления рыночных позиций);

- создание и поддержание инвестиционно привлекательного имиджа предприятия посредством доказательного информирования о следовании правилам корпоративного управления;

- поддержание и наращивание инвестиционной стоимости.

Все сказанное нашло схематическое воплощение на рис. 7.

Исходя из содержания деятельности инвесторов (посредников), рассмотренной ранее, и сформулированных задач менеджеров предприятия по формированию инвестиционной привлекательности управляемого ими объекта, можно схематически продемонстрировать механизм согласования действий инвесторов и менеджеров (рис. 8).

Действительно, на рис. 8 показан механизм взаимодействия *основных* участников инвестиционного процесса, который можно назвать также *механизмом привлечения инвестиций на предприятия*. Далее предстоит разработать принципы и методы управления инвестиционной привлекательностью предприятий-реципиентов, которыми должны руководствоваться их менеджеры, ответственные за привлечение инвестиций.



Рис. 7. Схема управления инвестиционной привлекательностью предприятия



Рис. 8. Механизм взаимодействия инвесторов и предприятий-реципиентов

3.2. Управление производственными и финансовыми рисками предприятия-реципиента

Риск инвесторов, который далее будем называть инвестиционным риском, представляет собой вероятность получения величины дохода, не соответствующей ожидаемому значению. Риск часто ассоциируют с неопределенностью, тем не менее, разделяя эти понятия, можно утверждать следующее. Принятие инвестиционных решений носит перспективный характер, следовательно, связано с будущим временем, событиями, явлениями, которые сложно предсказать точно. Неопределенность - это информационная невозможность установить ожидаемую величину дохода. С течением времени неопределенность может и снижаться благодаря поступлению дополнительной информации. Таким образом неопределенность, по нашему мнению, представляет собой одну из важных причин рисков.

Обсуждение проблемы экономических рисков активно ведется целым рядом авторов [10, 11, 34]. Ими разработаны ряд классификаций рисков, описаны методы их оценки и сглаживающих процедур.

В соответствии с Методическими рекомендациями по оценке эффективности инвестиционных проектов [33] выделяют риски конкретных проектов, учитываемые при корректировке ставки доходности (расчете платы за риск), и риски вкладчиков в финансовые активы.

Для проектов рекомендуется учитывать:

- страновой риск;
- риск ненадежности участников проекта, вызываемый нецелевым расходованием средств, финансовой неустойчивостью фирмы, реализующей проект, недостаточной кредитоспособностью заемщика;
- риск неполучения предусмотренных проектом доходов.

Последний вид риска связывается с характером инвестиции (табл. 35).

Таблица 35

Поправки на риск неполучения предусмотренных доходов

Величина риска	Цель проекта	Величина поправки, %
Низкий	Вложение в развитие производства на базе освоения новой техники	3 - 5
Средний	Увеличение объема продаж существующей продукции	8 - 10
Высокий	Производство и продвижение на рынок новой продукции	13 - 15
Очень высокий	Вложение в исследования и инновации	18 - 20

Инвестиционные риски для финансовых инвестиций определяются следующим образом.

1. Для инвесторов, кредитующих инвестиции, т.е. банков, покупателей облигаций:

- кредитный риск, вызываемый невозвратом вложенных средств, непогашением обязательств;

- процентный риск, связанный с тем, что процентные ставки по кредитам рассчитывают от некоторой ставки, принятой за базовую, а она может изменяться;

- валютный риск, который несут вкладчики средств в валюте, так как курс изменчив;

- рыночный риск, связанный с конъюнктурными колебаниями.

2. Для инвесторов, приобретающих ценные бумаги предприятий, рассматривают, как правило:

- риск ликвидности, связанный с потерями из-за неблагоприятных для инвестора изменений цен на акции, облигации либо возможностью реализовать ценную бумагу немедленно при появлении в том потребности;

- систематический (недиверсифицированный) риск, связанный с общеэкономическими изменениями, вызывающими изменения в курсовой стоимости ценных бумаг, а следовательно, их доходности;

- несистематический (диверсифицированный) риск или риск непосредственно компании, который связывают с ситуациями, событиями и решениями, принимаемыми внутри компании.

На основании предложений упомянутых выше авторов и несколько расширяя их, можно сделать следующую классификацию рисков, которые несет инвестор (табл. 36).

Классификация рисков инвестора

Классификационный признак	Виды риска
1. По природе риска	Естественные Страновые Рыночные Деловые
2. По уровню среды возникновения	Общеэкономические Региональные Отраслевые Риск фирмы Риск отдельного проекта
3. По отношению к среде организации	Внешние Внутренние
4. По возможности управления	Управляемые Неуправляемые
5. По степени связи с общерыночными процессами	Систематический Несистематический (собственно организации)
6. По величине риска	Очень высокий Высокий Средний Низкий
7. По характеру проявления риска	Кредитный Валютный Падения рыночных цен Изменения процентных ставок Ликвидности Инфляции Неполучения предусмотренных доходов Финансовый Производственный
8. По учету влияния различных факторов риска	Бизнес-риск Финансовый риск Общий (коммерческий, предпринимательский) риск

Рассмотрим более подробно суть рисков, выделенных в зависимости от характера их проявления. Так, риск изменения процентной ставки, проявляемый как следствие инфляции либо политики государственного регулирования инвестиционных потоков, связан с тем, что все дороже становятся новые займы, повышается процентная ставка по долговым обязательствам - облигациям, депозитным сертификатам, банковским векселям и кредитам. Инвестор, имеющий ценные бумаги более раннего выпуска, оказывается в невыгодных условиях, так как получает проценты по старым, меньшим

ставкам. Стремление уйти от данного вида риска побуждает инвесторов отказываться от долгосрочных вложений, поскольку трудно становится обслуживать долг.

Риск падения рыночных цен связан с падением цен на все обращающиеся на рынке бумаги одновременно. Этот риск относится прежде всего к вложениям в акции и является следствием общегосударственной нестабильности. Риск падения рыночных цен тесно связан с общеэкономической ситуацией, ухудшение которой приводит к снижению спроса на продукцию, уменьшению сбережений инвесторов. В итоге снижается прибыль компаний и размеры выплачиваемых дивидендов. Альтернативным названием этого риска является «систематический риск». Степень этого риска различна для акций разных эмитентов. Некоторые производители, к которым относят транспорт, энергетику, коммунальные службы, пищевую промышленность, слабо зависят от спада экономики в целом. Акции таких компаний приносят небольшой доход и в силу меньшего риска предпочтительны для консервативных инвесторов. Для России важным риском является риск ликвидности ценных бумаг, вызываемый как неразвитостью фондового рынка, так и потерей платежеспособности эмитентов облигаций.

В контексте инвестиционного анализа и управления, когда важно определиться с выбором источников финансирования инвестиций, в качестве основных компонент рисков выступают бизнес-риск (производственный риск) и финансовый риск. Первый из них связан с потерей прибыли компанией, которая не привлекает заемный капитал под воздействием факторов как макро-, так и микроуровня. Действительно, бизнес-риск определяется общеэкономическими факторами, а также поведением поставщиков и конкурентов, потребительскими предпочтениями, отраслевыми тенденциями, наконец, факторами, формирующимися непосредственно во внутренней среде предприятий - структурой затрат, использованием производственного потенциала, инновационной политикой компании. Финансовый риск проявляется при использовании для финансирования вложений заемного капитала. Его связывают с потерей финансовой устойчивости и, как следствие, платежеспособности, когда долговые обязательства оказываются непосильны для предприятия. Таким образом, можно утверждать, что в этой классификации рисков найдут отражение все остальные, показанные в табл. 36, т.е. эта классификация окажется на уровне предприятия основополагающей. Общий риск, включающий как бизнес-риск, так и финансовый риск, представляет собой *коммерческий риск*, т.е. результат совокупного действия всех факторов, определяющих различные виды рисков.

Проблемы измерения и управления этими рисками нашли отражение в трудах Ю. Бригхема и Л. Гапенски, F.R. Каен [4, 72], а также в работах отечественных авторов Т.В. Тепловой, Д.А. Ендовицкого [56, 11, 12]. Рассмотрим подробнее содержание бизнес-риска и финансового риска, оценку их уровня, а также меры управления ими. При этом ставится задача более точно разделить факторы, вызывающие риски, с мерами по их управлению, а также сформулировать рекомендуемые значения показателей, измеряющих уровень рисков.

I. Бизнес-риск

Бизнес-риск следует связывать с потерей предприятием прибыли в результате снижения объемов продаж либо незапланированного роста издержек. Это может случаться как по объективным для предприятия, так и субъективным, управляемым причинам. В качестве таких причин могут рассматриваться:

А. Изменчивость спроса. Изменение спроса вызывает изменение выручки и соответствующее изменение финансового результата предприятия. Далее будет показано, что изменение прибыли происходит более интенсивно, нежели изменение в объемах продаж.

Б. Изменчивость цены продажи продукции предприятия. Эти изменения обычно вызываются конкурентной борьбой и могут приводить к снижению получаемой выручки.

В. Изменчивость затрат на производственные ресурсы. Изменение (увеличение) затрат на ресурсы может иметь место при инфляции либо изменении цен у поставщиков сырья, материалов и оборудования, требованиях профсоюзов повысить заработную плату работникам предприятия, а также в результате нарушений в организации производства, что сказывается на получаемых доходах и приводит к их нестабильности.

Г. Падение объемов производства и, как следствие, продаж в результате ухудшения использования производственных ресурсов (нарушение норм расхода сырья, непредвиденные простои, забастовки работников предприятия).

Из перечисленного видно, что бизнес-риск связан с **издержками - объемом продаж - прибылью**. Характеристикой и непосредственным его измерителем является так называемый производственный левверидж (рычаг), определяющий связь между изменениями в продажах и получаемой прибылью при сложившемся уровне и структуре издержек. В теории финансового менеджмента известно положение о сути и смысле рычагового эффекта в количественных соотношениях показателей. В частности, изменение продаж вызывает существенно более сильное изменение прибыли. В контексте ин-

вестиционных рисков это означает, что получаемый финансовый результат может претерпеть значительное падение, измеряемое в процентах, при незначительном процентном снижении объемов продаж предприятия. Количественной характеристикой этой связи является показатель, называемый *степенью производственного или операционного рычага (СПР)*. Это отношение процентного изменения прибыли, включающей процентные платежи по долгу, к изменению объема продаж на один процент.

Таким образом,

$$\text{СПР} = \Delta \text{ЕВІТ}, \% / Q, \%$$

где $\Delta \text{ЕВІТ}, \%$ - процентное изменение прибыли до уплаты процентов и налогов,

$\Delta Q, \%$ - процентное изменение физического объема продаж.

Либо

$$\text{СПР} = \Delta \text{ЕВІТ}, \% / \Delta \text{PQ}, \%$$

где $\Delta \text{PQ}, \%$ - процентное изменение выручки.

Можно получить определение СПР в следующем виде.

Поскольку $\text{ЕВІТ} = \text{PQ} - \text{V} - \text{F}$,

где F - постоянные (не зависящие от объема продаж) затраты,

V - переменные затраты.

В связи с тем, что изменение объемов продаж происходит при постоянстве F , процентное изменение прибыли будет определяться как

$$\text{ЕВІТ}, \% = \Delta(\text{PQ} - \text{V}) / \text{ЕВІТ}.$$

Переменные затраты могут быть записаны через коэффициент пропорциональности: $\text{V} = a \text{PQ}$.

Тогда, так как $\Delta \text{ЕВІТ}, \% = \Delta Q (\text{P} - a \text{P}) / \text{ЕВІТ}$,

то $\text{СПР} = \Delta \text{ЕВІТ}, \% / \Delta Q, \% = \Delta Q (\text{P} - a \text{P}) Q / \Delta Q \frac{1}{2} \text{ЕВІТ} =$

$(\text{PQ} - \text{V}) / \text{ЕВІТ} = \text{Маржинальная прибыль} / \text{Прибыль до уплаты процентов и налогов}$.

Второе выражение СПР позволяет увидеть его формульную зависимость от структуры затрат и существенно облегчает расчет показателя по данным финансовой отчетности. Операционный рычаг непосредственно определяется долей постоянных затрат в издержках предприятия. Чем выше эта доля, тем выше и операционный рычаг, выше производственный риск. Более высокие постоянные затраты свойственны предприятиям капиталоемким, с высокой автоматизацией производства, с большими объемами НИОКР. Действительно, чем выше постоянные затраты, тем значительнее маржинальная прибыль будет опережать прибыль до уплаты процентов и налогов, тем выше и значение СПР, а значит, и производственный риск. В литературных источниках, рассматривающих про-

блемы измерения и управления производственным риском, суть управления сводят к вмешательству в структуру затрат, однако на самом деле управляющие воздействия должны носить более широкий характер. Для пояснения этого положения необходимо обратиться к определению порога рентабельности (PQ пор), под которым понимают значение выручки, полностью покрывающей текущие затраты при нулевой прибыли. Известно, что $PQ \text{ пор} = F./1-a$, т.е. пороговое значение выручки равно отношению постоянных затрат к доле маржинальной прибыли в выручке (1-a).

Для получения прибыли, конечно же, необходимо иметь выручку, превышающую пороговое значение. Эта сумма превышения называется запасом финансовой прочности (ЗФП). Как известно, значение СПР сильно зависит от удаленности достигнутого показателя выручки от его порогового значения: чем ближе выручка к порогу, тем выше и производственный риск. **Таким образом, управление производственным риском должно включать следующее:**

1. Увеличение объемов продаж (выручки) через а) воздействие на рыночный спрос с помощью эффективной маркетинговой политики продвижения товаров, б) рационализацию использования производственных ресурсов и наращивание объемов производства (при наличии неудовлетворенного спроса либо возможностях его повышения), в) увеличение цен при условии повышения конкурентоспособности продукции, г) диверсификацию продукции, создание принципиально новых образцов товаров на основе инновационной политики предприятия.

2. Управление самой пороговой точкой, т.е. ее понижение. Вот для этой цели управляют структурой затрат, т.е. снижают долю постоянных затрат, а также снижают удельные переменные издержки (при этом уменьшается значение коэффициента, связывающего переменные затраты с выручкой), увеличивается значение знаменателя (1-a) в расчете порога рентабельности. В расчете же показателя СПР увеличивается значение маржинальной прибыли, но более динамично нарастает прибыль до уплаты процентов и налогов (табл. 37). Из расчетов табл. 37 следует, что при снижении переменных затрат на 25% СПР понизился в меньшей степени, нежели при уменьшении на такую же величину постоянных затрат. Таким образом, необходимо учитывать чувствительность изменения затрат в поисках путей снижения факторов риска.

3. Оценку рекомендуемого значения производственного риска, т.е. уровня, который можно признать приемлемым и следовать ему.

Степень производственного рычага при различных вариантах переменных и постоянных затрат

Показатели	Объем продаж, ед.	Цена за ед., руб.	Постоянные затраты, руб.	Удельные переменные затраты	Маржинальная прибыль, руб.	Значение СПР
Вариант 1	75	4,0	100	2,0	150	3,0
Вариант 2	75	4,0	100	1,6	180	2,25
Вариант 3	75	4,0	80	2,0	150	2,14

С целью установления такого рекомендуемого значения обратимся к признаваемому в управлении требованию к значению запаса финансовой прочности, т.е. такому, превышение которого будет свидетельствовать о допустимом производственном риске. Считается, что ЗФП должен составлять не менее 30% от порогового значения выручки. Тогда можно получить следующее.

Поскольку маржинальная прибыль определяется как $PQ(1-a)$, то $СПР = PQ(1-a) / PQ(1-a) - F$.

Выразим далее выручку предприятия через ее пороговое значение. Поскольку, как утверждалось ранее, $ЗФП / PQ\text{ пор} = 0,3$, т.е. $(PQ - PQ\text{ пор}) / PQ\text{ пор} = 0,3$, то легко установить, что приемлемое значение получаемой выручки должно быть не менее $1,3 PQ\text{ пор}$.

Из определения порогового значения объема продаж как отношения постоянных затрат к доле маржинальной прибыли в выручке следует, что $F = PQ\text{ пор}(1-a)$.

Подставим найденные соотношения в уравнение, определяющее СПР:

$СПР = 1,3 PQ\text{ пор}(1-a) / 1,3 PQ\text{ пор}(1-a) - PQ\text{ пор}(1-a) = 1,3 PQ\text{ пор} / 0,3 PQ\text{ пор} = 4,3$.

Таким образом, получено такое значение СПР, которое можно рассматривать как рекомендуемую величину при оценке инвестиционных рисков компании. *Когда СПР меньше либо равна 4,3, бизнес-риск может признаваться приемлемым, а иначе - необходимо искать пути сокращения СПР, кроющиеся в снижении постоянных, удельных переменных затрат, а также наращивании получаемой выручки.*

Для определения порога рентабельности и степени производственного рычага финансовая отчетность западных компаний предоставляет все необходимые исходные данные. Отечественные формы отчетности не позволяют получить данные о суммах уплаченных процентов по долгу и получить состав затрат с разделением их на

постоянные и переменные составляющие. Себестоимость реализованной продукции не может свидетельствовать о переменных затратах даже при условии выделения из нее коммерческих и управленческих расходов, поскольку содержит амортизацию, которая является постоянной составляющей затрат.

II. Финансовый риск

Инвестиционный финансовый риск традиционно связывают с привлечением заемного капитала. Если предприятие не использует заемный капитал, то собственники испытывают бизнес-риск пропорционально их доле собственности. Однако появление долга приводит к тому, что инвесторами компании становятся как акционеры, так и заимодатели. В этом случае акции компании станут более рискованными (ввиду появления долга), именно владельцы принимают на себя дополнительный риск, связанный с обслуживанием долга. Проявление этого вида риска вызывается значительной долей долга компании, большими затратами по его обслуживанию, что приводит при неблагоприятной ситуации к полной потере прибыли. Такие последствия могут иметь место как в результате изменений во внешней среде компании, так и в результате неудачно принимаемых решений по заимствованию. Измерение финансового риска может быть выполнено с помощью показателя, называемого степенью финансового рычага (СФР). Он представляет собой отношение процентного изменения чистой прибыли предприятия к изменению прибыли до уплаты процентов и налогов на один процент.

$$\text{СФР} = \Delta \text{NI}, \% / \Delta \text{ЕВIT}, \%$$

где $\Delta \text{NI}, \%$ - процентное изменение чистой прибыли.

Наличие рычагового эффекта состоит в том, что чистая прибыль подвергается более сильному изменению, нежели прибыль до уплаты процентов и налогов в результате уплаты причитающихся процентов.

Как и для СПР, показатель финансового риска может быть выражен и через абсолютные показатели. Для этого следует выполнить небольшие преобразования.

Поскольку изменения прибыли до уплаты процентов и налогов не связывают с изменениями в сумме долга, то

$$\text{NI}, \% = \text{ЕВIT} (1-\text{H}) / (\text{ЕВIT} - \text{I}) (1-\text{H}),$$

где I - сумма уплачиваемых процентов,

H - ставка налога на прибыль.

Тогда

$$\text{СФР} = \Delta \text{NI}, \% / \Delta \text{ЕВIT}, \% = \Delta \text{ЕВIT} (1-\text{H}) \text{ЕВIT} / (\text{ЕВIT} - \text{I}) (1-\text{H}) \text{ЕВIT} = \text{ЕВIT} / (\text{ЕВIT} - \text{I}).$$

Таким образом, СФР может быть определена как отношение прибыли до уплаты процентов и налогов к прибыли до уплаты налогов.

Управление этим показателем должно включать действия по регулированию размера долга и выбору заемного капитала с приемлемыми ценовыми характеристиками. Критерием принятия этих решений должна быть понижающаяся динамика показателя СФР, более низкое значение по сравнению с предприятиями, принятыми за эталон сравнения и желательно сравнение с рекомендуемым значением. Однако рекомендации относительно уровня СФР не приводятся в соответствующих литературных источниках.

Помимо показателя СФР в качестве характеристики финансового риска выступает эффект финансового рычага (ЭФР). Ряд авторов, например [5], называют СФР и ЭФР двумя моделями оценки финансового риска. Вторая модель, характеризующая эффект финансового рычага, оперирует показателями рентабельности, утверждая, что наличие задолженности приводит к росту рентабельности собственного капитала за счет увеличения значения эффекта финансового рычага. Как правило, в литературе указывают итоговую формулу вида:

$$ROE = (1-H) ROA + (1-H)(ROA - K_d)D/S,$$

где ROA и ROE - соответственно рентабельность активов и собственного капитала,

H - ставка налога на прибыль,

K_д - процентная ставка по заемному капиталу,

D/S - «плечо рычага», соотношение долга и собственного капитала.

Величина (1-H)(ROA - K_д)D/S есть эффект финансового рычага, т.е. прирост рентабельности собственного капитала над рентабельностью активов, обусловленный наличием долга у фирмы.

На основе модели эффекта финансового рычага появляется возможность выбирать такую структуру капитала (D/ S) и соответствующие этой структуре условия привлечения заемного капитала (K_д), которые обеспечат положительное значение ЭФР. Западная практика управления ЭФР нацелена не на максимизацию значения эффекта, а на более осторожный подход, исключающий превращение его в отрицательную величину, т.е. минимизирующий финансовый риск. Одно из правил управления гласит, что условием осторожного применения эффекта, исключающего превращение его в отрицательную величину, является ограничение участия ЭФР в формировании рентабельности собственного капитала на уровне

одной трети. Таким образом, ЭФР должен быть равен половине первого слагаемого в формуле, определяющей ROE. Следовательно,

$$\text{ЭФР} = 1/2 \text{ ROA} (1-H),$$

т.е. $1/2 \text{ ROA} (1-H) = (1-H)(\text{ROA} - K_d)D / S$.

Опираясь на полученные зависимости, определим вытекающее из нее соотношение между прибылью до уплаты процентов и налогов и суммой уплаченных процентов. При известной рекомендации относительно структуры капитала придерживаться доли задолженности примерно 0,5 в общей сумме активов, т.е. $D / S = 1$, а $TA = 2 D$, следует

$$\begin{aligned} 1/2 \text{ ROA} (1-H) &= (1-H)(\text{ROA} - K_d), \\ 1/2 \text{ EBIT} / 2 D &= \text{EBIT} / 2 D - K_d, \\ \text{EBIT} - 1/2 \text{ EBIT} &= K_d \cdot 1/2 \cdot 2 D. \end{aligned}$$

Поскольку произведение суммы долга и процентной ставки есть сумма уплаченных процентов (I), то

$$\begin{aligned} 1/2 \text{ EBIT} &= 2 I, \text{ тогда} \\ \text{EBIT} &= 4 I. \end{aligned}$$

Таким образом, показатель, характеризующий, сколько раз прибыль до уплаты процентов и налогов должна покрывать сумму уплачиваемых процентов (TIE) при рекомендуемой структуре капитала и ограниченном финансовом риске, должен быть равен 4:

$$\text{TIE} = \text{EBIT} / I = 4.$$

Заметим, что в ряде американских источников, посвященных оценкам этого показателя [например, 73], рассматривается значение TIE на уровне 3-4 как приемлемое, но доказательств этому не приводится. Если признать такую величину обоснованной, то можно рассчитать и рекомендуемое значение СФР:

$$\text{СФР} = 4 I / (4 I - I) = 1,3.$$

Следовательно, принимая решения о привлечении долга, необходимо контролировать уровень финансового риска, не допуская превышения значения СФР свыше 1,3.

На наш взгляд, при оценке инвестиционной привлекательности предприятия финансовый риск должен рассматриваться более глубоко. Это риск неплатежеспособности, но это состояние возникает как следствие в связи с неэффективным распоряжением и использованием получаемых финансовых ресурсов, неудачным выбором варианта предпочтения доходности или ликвидности при принятии финансовых решений, а как следствие - вынужденное нарастание задолженности и нарушение финансовой устойчивости предприятия. Обобщая сказанное, можно сформулировать определение фи-

нансового риска как риска неудачных финансовых решений, частным случаем которых является политика заимствования.

Рассмотренный только что показатель степени финансового риска - характеристика именно решений о заимствовании. Более общая картина имеющихся для инвестора финансовых рисков складывается при рассмотрении финансового состояния предприятия-реципиента. Тогда сглаживающими риск мерами должны быть действия по улучшению финансовых показателей предприятия, доведению их до рекомендуемых либо среднеотраслевых значений, целенаправленное воздействие на финансовую устойчивость предприятия.

III. Общий риск

Определение суммарного (предпринимательского) риска - как производственного, так и финансового - выполняется через показатель степени общего рычага (COP), являющегося произведением СПР и СФР.

Приняв предложенные ранее рекомендации по поддержанию уровня этих показателей, получим

$$COP = СПР \cdot СФР = \Delta NI, \% / \Delta PQ, \% = (\text{Маржинальная прибыль} / EBIT) : EBIT / (EBIT - I) = \text{Маржинальная прибыль} / \text{Прибыль до уплаты налогов}.$$

Рекомендуемый уровень этого показателя определяется как произведение допустимых значений показателей-сомножителей:

$$COP = 4,3 \cdot 1,3 = 5,6.$$

Отсюда следуют **выводы**:

1. Принимая решения о заимствовании при сложившейся структуре затрат, менеджеры должны руководствоваться уровнем показателя общего риска 5,6.

2. Поскольку СПР равна отношению маржинальной прибыли к прибыли до уплаты процентов и налогов за минусом суммы уплаченных процентов, а соотношение последних показателей, как было доказано, следует поддерживать 4 : 1, то из этого следует, что сумма уплачиваемых компанией процентов по задолженности должна не менее чем 17 раз покрываться получаемой маржинальной прибылью ($5,6 \times 3 = 17$). Это еще один показатель диагностики рисков.

Показатели степени общего рычага для четырех ярославских предприятий: ОАО «Лакокраска», ОАО «ЯШЗ», ОАО «Автодизель» и ОАО «ЯЗДА» - по отчетным данным за 2000 год рассчитаны и приведены в табл. 38.

Таблица 38

Характеристика инвестиционного риска предприятий

Предприятие	Выручка, тыс. р.	Переменные затраты, тыс. руб.	Маржинальная прибыль, тыс. руб.	Прибыль до уплаты налогов, тыс. руб.	Степень общего рычага	Превышение рекомендуемого уровня, %
ОАО «Лакокраска»	913 183	809 591	103 592	9 302	11,1	101,8
ОАО «ЯШЗ»	3 889 456	3 255 475	633 981	69 628	9,1	62,5
ОАО «Автодизель»	4 904 831	2 512 011	2 392 820	740 039	3,23	-
ОАО «ЯЗДА»	719 747	87 232	632 515	91 573	6,9	23,2

Расчеты показали, что инвестиционный риск у всех изучаемых предприятий, кроме ОАО «Автодизель», превышает допустимое значение, равное 5,6, правда, в разной степени: оно составляет от 23,2% на ОАО «ЯЗДА» до 62,5 и 101,8% соответственно - на ОАО «Лакокраска» и ОАО «ЯШЗ». Данные расчетов соотносятся с фактом падения прибыли на этих предприятиях в 2000 году по сравнению с 1999 годом при росте выручки и свидетельствуют о чрезмерно высоком уровне постоянных издержек на этих предприятиях.

Предложенная система показателей должна отслеживаться финансовыми менеджерами и управляться ими. В любом случае информация не уйдет от внимания инвесторов (или тех, кто принимает инвестиционные решения), и необходимо, чтобы она их удовлетворяла.

3.3. Факторы управления инвестиционной стоимостью предприятия

Оценка собственного капитала необходима инвестору для анализа перспективы получения им дохода, который выражен в виде прироста курсовой стоимости акций.

Стоимость - это денежный эквивалент, который покупатель готов обменять на какой-либо предмет или объект. Стоимость предприятия — лучшая мера результатов деятельности потому, что ее оценка требует полной информации за длительный срок [28].

Существуют и другие показатели результатов деятельности корпораций, но ни один из них не является столь всеобъемлющим, как стоимость. Для ее определения необходимо а) мыслить долгосрочными категориями; б) управлять всеми денежными потоками, в) уметь сравнивать между собой денежные потоки за различные периоды времени с поправкой на соответствующий риск.

В зависимости от цели проводимой оценки, количества и набора учитываемых факторов различают следующие виды стоимости. В частности, в рамках изучения инвестиционной привлекательности предприятий важными являются рыночная, истинная (обоснованная) и инвестиционная стоимость предприятия.

Рыночная стоимость предприятия - это расчетная величина, за которую предполагается переход имущества из рук в руки на дату оценки в результате коммерческой сделки между добровольным покупателем и добровольным продавцом [52]. При этом предполагается, что каждая сторона действовала компетентно, расчетливо и без принуждения. Таким образом, рыночная стоимость используется при оценке собственности как объекта продажи на открытом рынке. Стоимость как наилучший экономический показатель позволяет достигать более ясных и точных компромиссов между участниками сделки, поскольку требование любого участника поддается стоимостной оценке.

Инвестор, вкладывающий средства в предприятие, оценивает его **истинную (обоснованную) стоимость**, знание которой позволяет ему принять решение о вложении. Наиболее привлекательным для инвестора будет предприятие с большим значением стоимости, причем превышающим цены, сложившиеся в настоящее время на эти объекты на рынке. Обоснованная стоимость предприятия оценивается на основе одинаковой и полной для самых различных инве-

сторов информации о предприятии, его возможностях, его рынках сбыта, факторах риска и т.д.

Неоднозначность понимания разными инвесторами привлекательности инвестиций породила понятие инвестиционной стоимости предприятий, которая в отличие от обоснованной (истинной) стоимости индивидуальна и объективно различна для разных конкретных инвесторов. В рамках концепции **инвестиционной стоимости** предприятия разные инвесторы будут по-разному оценивать ожидаемые по одному и тому же проекту денежные потоки, по-разному видеть риски проектов, требовать разные премии за риск. Если инвестор рассматривает приобретение контроля над предприятием, то он будет учитывать свои собственные, отличающиеся от прежнего владельца деловые возможности, компетентность и предприимчивость, что, вероятно, заставит его вообще по-другому выстраивать продуктовые линии предприятия, организовывать сбыт, снабжение, набор персонала и т.д. Наконец, он может особым образом оценивать перспективы данного предприятия, например ликвидацию этого бизнеса как конкурирующего.

Таким образом, продавая одни и те же акции (пакет акций) можно встретить разные оценки их у разных групп инвесторов. Это особенно актуально при отсутствии развитого рынка ценных бумаг, открытого обращения акций той или иной компании на фондовом рынке. Следовательно, инвестиционная стоимость предприятия должна определяться под конкретного инвестора и идентифицировать такого инвестора нужно заранее. Для разных инвесторов видение источника получаемого дохода, размера дохода и сама модель расчета инвестиционной стоимости будут различаться. Инвестиционная стоимость может отличаться от рыночной. Основными причинами этого являются различия в оценке инвесторами будущей прибыльности, в представлениях о степени риска, в налоговой ситуации, в сочетаемости с другими объектами, принадлежащими владельцу или контролируемым им.

Существует ряд методов оценки истинной стоимости предприятий, но далее предполагается рассмотреть лишь наиболее часто используемые в российской практике методы, причем с учетом специфики инвестора, принимающего решение о вложении.

Мультипликаторный метод

Этот метод применим для всех инвесторов, независимо от их статуса. Суть метода состоит в использовании рыночных мультипликаторов: «отношение рыночной цены акции к чистой прибыли на

акцию» (P/E), «отношение капитализации компании к годовой выручке» (P/S), «отношение рыночной цены акции к чистому денежному потоку на акцию» (P/CF). Зная значение мультипликаторов для аналогичных компаний, используют их для расчетов рыночной стоимости оцениваемого предприятия путем умножения соответствующего мультипликатора на значения результативных показателей этого предприятия. Метод требует поиска компании-аналога с идентичными рисками, либо информации о средних значениях рыночных мультипликаторов. Наиболее уязвимый недостаток такого подхода - в «несправедливости» демонстрируемого рынком значения мультипликаторов. Ведь акции в целом могут быть либо недооценены, либо переоценены рынком. В то же время метод хорош тем, что использует доступную информацию о предприятии. Так, среднее значение мультипликатора P/E для 200 крупнейших отечественных компаний по капитализации за 2000 год составило 3,5, а значение мультипликатора P/S - 0,64. Соответствующие показатели крупнейших западных компаний (рассчитано на основе "FT-500") составляют 20,0 и 2,0. Налицо недооцененность рынком отечественных компаний, но низкий уровень рыночных цен - это плата за те риски, которые сопровождают вложения в отечественный бизнес. Для предприятий, наиболее оцененных рынком, свойствен тем не менее значительный разброс мультипликаторов. Так, у самой высокооцененной рынком компании «Саханефтегаз» P/E составляет 109, 92, а P/S - 11,45. При этом у следующей за ней по степени оцененности рынком компании «Мобильные телесистемы» эти показатели достигают значений лишь 15,25 и 4,82. Производственные характеристики, финансовое состояние «Саханефтегаз» далеко не лучшие, но эта компания победила в конкурсе по Талаканскому нефтяному месторождению в Якутии, предложив за лицензию 501 млн. долларов. Это событие стало определяющим для инвесторов. Таким образом, в российских условиях формирование показателя капитализации подвержено часто влиянию не столько фундаментальных факторов, сколько событийных, что затрудняет использование мультипликативного метода для оценок стоимости компаний.

Метод дисконтирования прогнозируемых доходов

Этот метод большинство исследователей считают наиболее применимым для российских компаний. Он состоит в приведении к текущему времени будущих доходов, которые ожидает инвестор от вложения в данный объект. Этот метод всецело ориентирован на фундаментальные показатели компании, свободен от субъективных

рыночных оценок акций и является наиболее достойным для использования в системе оценок и управления инвестиционной привлекательностью предприятий.

При определении стоимости через дисконтирование будущих доходов возникают следующие проблемы:

- какую именно модель расчета применить;
- какой показатель выбрать в качестве измерителя будущих доходов;
- какой ставкой дисконтирования воспользоваться в расчете.

Рассмотрим последовательно возможные версии ответов на поставленные вопросы.

Модель расчета текущей стоимости будущих доходов, т.е. истинной стоимости вложения ($P_{и}$) в общем виде имеет вид:

$$P_{и} = \sum \text{ДД } t / (1+r)^t \quad (3.1)$$

где $\text{ДД } t$ - доход инвестора в год t ,

r - ожидаемая доходность вложения (цена собственного капитала).

Если вложение в акции рассматривать как бессрочную инвестицию, то при бесконечно большом значении n формула (3.1) превращается в выражения:

$$P_{и} = \text{ДД } t / r, \quad (3.2)$$

$$P_{и} = \text{ДД } t (1+g) / (r - g). \quad (3.3)$$

$$P_{и} = \text{ДД}1 / (1+r) + \text{ДД}2 / (1+r)^2 + \dots + \text{ДД}n(1+r)^n + [\text{ДД}n (1+g)/(r-g)] \cdot 1/2 \cdot 1/ (1+r)^n. \quad (3.4)$$

Первая из них используется при условии, когда вся сумма полученного дохода выплачивается владельцу и развития предприятия за счет собственных источников не происходит. Вторая учитывает фактор роста с определенным темпом g . Наконец, третья учитывает различия в темпах роста нескольких первых прогнозируемых периодов деятельности предприятия, а в дальнейшем темп принимается равным. Вероятно, именно третья модель наиболее применима в расчетах. Очень редко (особенно в России) в переходной экономике можно встретить предприятие, внутренние темпы роста которого хотя бы относительно были стабильны в течение нескольких расчетных лет его деятельности. Третья модель также основана на предположении стабильности, но в более мягком варианте, нежели вторая.

В качестве измерителя будущих доходов чаще всего в литературных источниках рассматривают дивиденды, получаемые держателями акций. Аналогичное положение имеет место у основателя фундаментального анализа Дж. Вильямса. Некоторые из исследователей предлагают применять чистую прибыль как характеристику

ожидаемых доходов. Однако более совершенный подход состоит в использовании для принятия оценочных решений чистого денежного потока (ЧДП), поскольку между финансовым результатом - чистой прибылью - и денежными средствами предприятий, являющимися реальным выражением способности осуществлять платежи, существуют количественные различия. При этом использование дивидендов в моделях определения истинной стоимости собственного капитала с этой точки зрения как раз бесспорно, так как дивиденды - это реально произведенные денежные платежи (за исключением выплаты дивидендов акциями либо в другой неденежной форме, что является не правилом, а исключением из него). Однако основное различие между применением в расчете дивидендных выплат и чистым денежным потоком состоит в том, что последний отражает возможность владельца капитала получать (или отдавать предприятию) денежные средства в разных видах. Рассмотрим далее это подробнее. Итак, итоговый чистый денежный поток предприятия как результат движения **всех** потоков денежных средств (ЧДП) имеет следующую модель расчета:

$$\text{ЧДП} = \text{ДСт} + \text{ДСи} + \text{ДСф},$$

где ДСт - результат движения денежных средств от текущей деятельности, т.е. поступление доходов в виде выручки от продажи продукции и (или) имущества предприятия, выполнение текущих платежей,

ДСи - результат движения денежных средств от инвестиционной деятельности,

ДСф - результат движения денежных средств от финансовой деятельности, т.е. притоков денег в результате получения займов и кредитов, эмиссионного дохода и оттоков как результата погашения задолженности и выплаты дивидендов.

В этом случае ЧДП свидетельствует об изменении остатков денежных сумм предприятия по бухгалтерскому балансу.

ЧДП можно рассчитывать и косвенным методом, т.е. посредством корректировки прибыли, что в итоге позволит связать изменение денежных сумм с величиной полученной прибыли:

$\text{ЧДП} = (\text{Прибыль после налогообложения} + \text{Амортизация} - \text{Прирост оборотного капитала}) - (\text{Инвестиции}) + (\text{Получение займов и кредитов} - \text{Погашение займов и кредитов} + \text{Эмиссионный доход} - \text{Дивиденды}).$

Первое выражение в скобках есть результат движения денежных потоков от текущей деятельности, второе - от инвестиционной (как правило, отрицательный), третье - от финансовой.

Однако для целей оценки стоимости принимают к расчету так называемый свободный чистый денежный поток (Free Cash Flow, FCF). Его величина, по сути, является результатом движения денежных средств от финансовой деятельности, поскольку отражает финансовые взаимоотношения предприятия не только с инвесторами-собственниками, но и инвесторами-кредиторами. В этом чистом потоке учитываются притоки денег, связанные как с новыми заимствованиями, так и новыми эмиссиями акций, и оттоки, возникающие как в результате выплаты дивидендов, так и ввиду погашения задолженности.

Ряд авторов демонстрируют порядок расчета FCF [5, 28, 38, 56, 72]. Опираясь прежде всего на первоисточник (поскольку некоторые отечественные авторы допускают неточности трактовки отдельных показателей) в виде книги Т. Коупленда, Т. Коллера, Д. Муррина «Стоимость компаний: оценка и управление» [28], возьмем за основу следующий алгоритм:

1. Прибыль до уплаты процентов и налогов, EBIT
2. Налог на прибыль
3. Амортизация, А
4. Прирост оборотного капитала
5. Прирост краткосрочных обязательств
6. Денежный поток от текущей деятельности (1-2+3-4+5)
7. Инвестиции в основную деятельность, И
8. Свободный денежный поток (6-7), FCF

Таким образом, полученный результат складывается из притоков денег в результате новых эмиссий акций, новых займов и кредитов, а также оттоков - в виде сумм уплачиваемых процентов по долгу, дивидендов и погашения ранее взятых обязательств. Далее это выражение подвергается упрощению:

а) изменения в оборотном капитале и краткосрочных обязательствах трактуются как изменение в чистом оборотном капитале (ЧОК), т.е.

$$FCF = EBIT(1-H) + A - \text{ЧОК} - И; \quad (3.5)$$

б) изменения в чистом оборотном капитале рассматриваются тоже как вложения, инвестиции, и тогда с учетом того, что амортизация расходуется на восстановление основных средств, а их расширение (рост) - за счет новых инвестиций (чистых инвестиций, ЧИ) можно записать:

$$FCF = EBIT(1-H) - \text{ЧИ};$$

в) выражение EBIT(1-H) носит название *чистая операционная прибыль* (NOPLAT), поэтому

$$FCF = \text{NOPLAT} - \text{ЧИ}. \quad (3.6)$$

Заметим здесь, что в отечественной экономической литературе часто допускается неточность: чистая операционная прибыль трактуется как чистая прибыль, при этом несправедливо занижается поток от финансовой деятельности - на сумму уплаченных процентов по обязательствам, отнесенным на издержки.

Рассчитав величину FCF на очередной год (за ряд прогнозируемых временных периодов), можно воспользоваться формулами оценки на основе дисконтирования будущих доходов (3.2), (3.3), (3.4). Эти формулы ранее были приведены для расчета стоимости собственного капитала. Используемая в оценке стоимости ставка доходности тесно соотносится с показателем, характеризующим доход. В частности, при расчете стоимости собственного капитала должна быть использована цена собственного капитала. Если же вместе с денежным доходом собственника будет учтен доход инвестора-кредитора, т.е. в расчете учтена полная величина FCF, то в качестве ставки доходности должна использоваться средневзвешенная цена капитала (WACC), т.е. цена смешанного капитала, состоящего из собственного капитала и долга:

$$WACC = K_d (1-H) W_d + K_s W_s, \quad (3.7)$$

где W_d и W_s - доля долга и собственного капитала в общей сумме инвестированного капитала,

K_d и K_s - соответственно цена долга и собственного капитала.

Тогда использование формулы (3.2), годной для ситуации отсутствия роста, т.е. нулевых инвестиций, даст следующее выражение:

$$\text{Стоимость фирмы (V)} = \text{NOPLAT} / \text{WACC}. \quad (3.8)$$

Можно также применить записанные ранее формулы (3.3) и (3.4), где в качестве денежного дохода инвестора был использован получаемый в соответствующий период FCF. Кроме того, можно употребить модель Модильяни и Миллера [28, с. 172]:

$$\begin{aligned} \text{Стоимость компании} &= \text{Стоимость наличных активов} + \\ \text{Стоимость роста} &= \text{NOPLAT} / \text{WACC} + b \frac{1}{2} \text{NOPLAT} \frac{1}{2} N \frac{1}{2} \\ &\quad \frac{1}{2} [(\text{ROIC} - \text{WACC}) / \text{WACC} (1 + \text{WACC})], \end{aligned} \quad (3.9)$$

где ROIC - рентабельность инвестированного капитала,

b - норма инвестирования (доля чисто прибыли, расходуемой на инвестирование),

N - период деятельности компании, в течение которого имеет место отдача от инвестированного капитала.

Однако стоимость предприятия равна сумме стоимости собственного капитала и долга, откуда следует, что оценка стоимости собственного капитала может быть выполнена вычитанием из стоимости предприятия стоимости долга:

$$P_i = V - D.$$

Кроме того, эта же оценка производится дисконтированием чистого денежного потока, полученного как результат от финансовой деятельности в части взаимоотношений предприятия с инвесторами-собственниками. Тогда FCF должен определяться по следующей схеме:

$$FCF = NOPLAT - \text{ЧИ} - Д1 + Д2 = NOPLAT - \text{ЧИ} + \Delta\Delta\text{Д}, \quad (3.10)$$

где $\Delta\Delta\text{Д}$ - прирост задолженности в виде превышения вновь получаемой задолженности (заемного капитала) над погашаемой суммой с учетом процентных платежей (либо будет иметь место вычитание при обратном соотношении).

Таким образом, полученная по формуле (3.10) величина FCF содержит потоки, отражающие финансовые взаимоотношения только с инвесторами-собственниками: выплату дивидендов и эмиссионный доход. Тогда формулы (3.2), (3.3), (3.4) будут использованы для расчета инвестиционной стоимости собственного капитала через доходность, равную цене собственного капитала (K_s), а формула (3.8) будет иметь вид:

$$P_i = (NOPLAT + \Delta\text{Д}) / K_s = [E\text{БИТ} (1 - H) + \Delta\text{Д}] / K_s. \quad (3.11)$$

Рассмотрим далее специфику оценки инвестиционной стоимости с позиций разных типов инвесторов. При этом будем иметь в виду ранее выделенные типы инвесторов, приобретающих акции:

- **тип А** - инвестор, приобретающий акции в надежде длительное время получать дивиденды;
- **тип В** - инвестор, приобретающий акции на непродолжительный срок с целью их последующей перепродажи по более высокой цене;
- **тип С** - инвестор, покупающий акции с целью приобретения контроля над предприятием и ставящий своей целью не только получать дивиденды, но и принимать активное участие в выработке тактики и стратегии компании, ориентируясь на увеличение стоимости принадлежащей ему собственности;
- **тип D** - инвестор, приобретающий бизнес с целью его ликвидации.

Инвесторы типа А и В - это преимущественно физические лица либо предприятия, осуществляющие краткосрочные финансовые вложения с целью получения дохода от временно свободных денежных средств. Инвесторы *типа А* характеризуются сравнительно небольшим объемом денежных средств и относительно длительным сроком вложения капитала. В этом случае стоимость акции может быть определена с использованием формулы (3.2), (3.3) или (3.4) и

может учитывать только дивидендный доход. Следовательно, для них оценка стоимости собственного капитала при условии нулевых темпов роста компании имеет следующий вид:

$$P_i = \text{DPS } t / r,$$

или по формуле Гордона

$$P_i = \text{DPS } t (1+g) / (r - g),$$

где $\text{DPS } t$ - дивиденд на акцию в текущем периоде.

Как правило, в российском фондовом секторе инвесторы *типа В* - юридические лица (предприятия, банки, венчурные фирмы), которые собираются владеть крупным пакетом акций (либо полностью бизнесом), позволяющим осуществлять управление объектом новой собственности, и имеют конкретные представления о сроках вложений. Исходя из имеющихся данных об ожидаемых котировках акций, текущих доходах и сроках вложения предполагаемая стоимость собственного капитала рассчитывается по формуле (3.1), которая может быть записана более точно Как

$$P_i = \sum \text{DPS } t / (1+r)^t + P_{пр} / (1+r)^T,$$

где t - номер очередного временного интервала общего планируемого инвестором периода вложения T ,

$P_{пр}$ - предполагаемая цена продажи акции.

Либо расчет можно сделать по формуле (3.4) при использовании значений ожидаемых ежегодных величин FCF.

В настоящее время некоторые российские инвесторы (обозначенные нами ранее как инвесторы *типа С*) не стремятся получить безраздельный контроль над компанией, а довольствуются имеющимся влиянием и голосом в правлении. Примером такого предпринимателя является контрагент производящего предприятия, не желающий смены номенклатуры выпускаемой продукции. Кроме того, стали появляться “российские стратегические инвесторы”, рассчитывающие купить предприятие и выпускать новую продукцию по вполне доступным ценам. В этом случае формула для расчета стоимости акций будет иметь вид (3.2), (3.3) или (3.4) также с прогнозируемыми ими значениями FCF.

Аналогично, для инвестора *типа D* расчет должен вестись по формулам, рекомендованным для инвесторов типа С, но в расчет чистого денежного потока следует включить притоки денег, связанные с продажей имущества ликвидированного предприятия, поступлением выручки от дополнительно произведенной благодаря ликвидации приобретаемого бизнеса собственной продукции, а оттоки - в виде погашения обязательств ликвидируемого предприятия и расходов на производство дополнительной продукции.

Рассмотрев алгоритмы расчета истинной (инвестиционной) стоимости собственного капитала, остановимся далее на возможностях управления ею.

Все факторы управления стоимостью целесообразно разделить на факторы первого порядка, т.е. непосредственно определяющие ее величину, и опосредованные, более далеких порядков, влияющие на стоимость через факторы первого порядка. ***В рамках управления инвестиционной привлекательностью предприятия имеет смысл управлять именно факторами первого порядка***, не умаляя при этом значения остальных.

Рассмотрим содержание управляющих факторов, опираясь на общие положения, сформулированные Т. Коуплендом, Т. Коллером, Д. Муррином.

Управление стоимостью в современном понимании менеджмента превращено в ключевое понятие, ставшее основной целью финансового менеджмента западных компаний. На нем строится весь механизм принятия крупных стратегических и оперативных решений. Правильно налаженное управление стоимостью означает, что все устремления компании, аналитические методы и приемы менеджмента направлены к одной общей цели - помочь компании максимизировать свою стоимость, строя процесс принятия управленческих решений на ключевых факторах стоимости. Эти положения демонстрируются табл. 39.

Для того чтобы представить себе полную картину изменений и их последствий, используют гексаграмму (рис. 9), на которой можно определить нынешнее положение компании с точки зрения управления стоимостью.

Таблица 39

**Влияние принимаемых управленческих решений
на стоимость бизнеса**

Сфера бизнеса	Изменения в деятельности	Эффект
Розничная торговля бытовыми товарами	Переход от программы роста в масштабах всей страны к стратегии укрепления региональных позиций перед дальнейшим ростом	Увеличение потенциальной стоимости на 30—40%
Страхование	Реорганизация портфеля услуг с особым упором на те, что обладают наивысшим потенциалом создания стоимости	Увеличение потенциальной стоимости на 25%
Нефтедобыча	Внедрение новых методов пла-	Многомиллионное сокраще-

	нирования и контроля, способствующих проведению коренных преобразований; значительное улучшение взаимопонимания между корпоративным центром и деловыми единицами	ние расходов, связанных с планированием, благодаря рационализации этого процесса Поглощение, которого скорее всего не произошло бы при иных обстоятельствах Увольнение отстающих менеджеров
Банковское дело	Выбор в пользу стратегии роста перед стратегией “выдаивания”, несмотря на одинаковые в обеих стратегиях показатели рентабельности капитала за 5 лет	Выбор в пользу стратегии роста перед стратегией “выдаивания”, несмотря на одинаковые в обеих стратегиях показатели рентабельности капитала за 5 лет
Телекоммуникации	Выявление новых возможностей создания стоимости: - новые услуги - надбавки к цене	Увеличение потенциальной стоимости на 240% в расчете на единицу Увеличение потенциальной стоимости на 246% в расчете на единицу

Шесть характеристик организации показывают, насколько глубоко укоренилось в ней управление стоимостью, в какой степени организации свойственны:

- стремление к улучшению результатов деятельности;
- опора на стоимость;
- управление снизу вверх и сверху вниз;
- двусторонний обмен информацией;
- стимулы к самосовершенствованию;
- низкие издержки.

Эти характеристики, вместе взятые, охватывают как фундаментальные, так и гибкие элементы управления стоимостью. Цель состоит в том, чтобы, пользуясь гексаграммой, установить положение организации по каждому из этих параметров, а также определить, какое расстояние отделяет ее от внешних границ шестиугольника: чем оно больше, тем более проблематично состояние этого управленческого параметра.

Рисунок 4.8. Шесть условий совершенного управления стоимостью

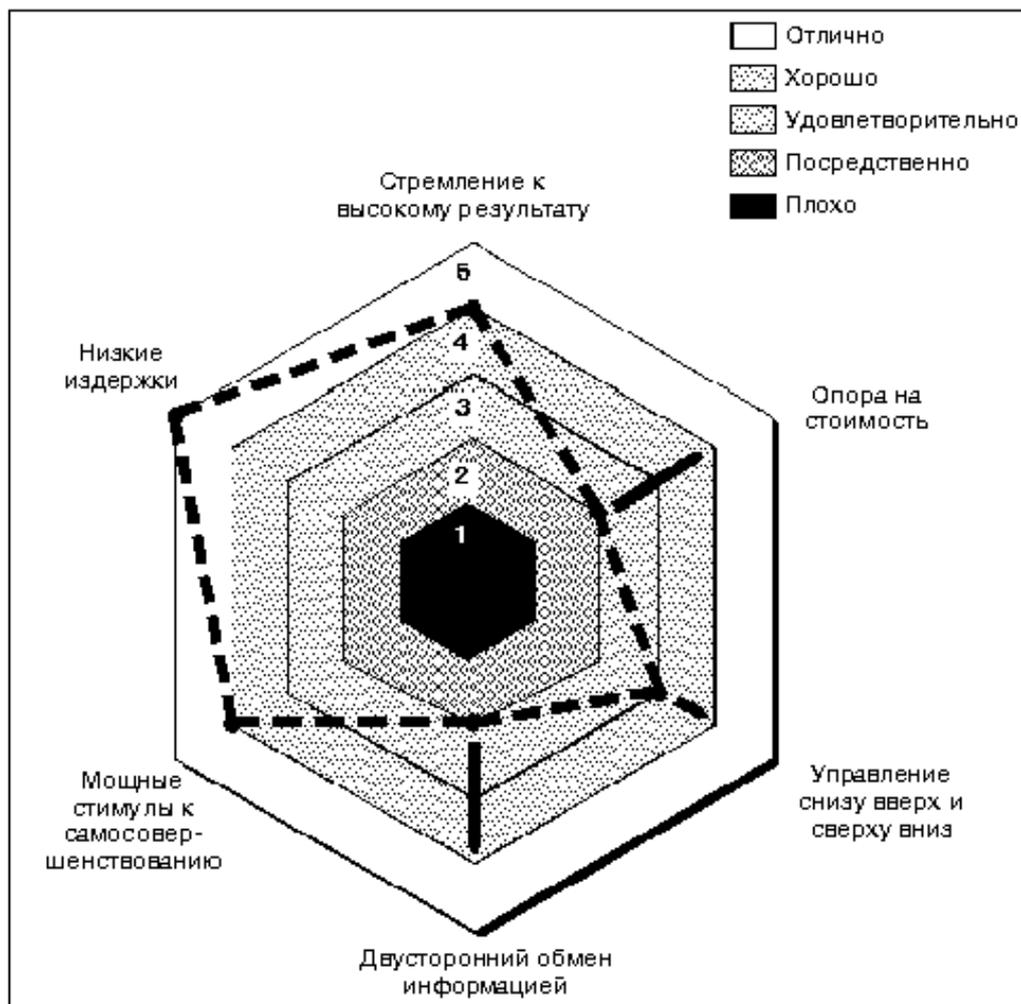


Рис. 9. Факторы управления стоимостью предприятия

Как уже было сказано, в контексте исследования инвестиционной привлекательности целесообразно сосредоточиться на факторах стоимости первого порядка. Для этого необходимо сначала ввести ряд понятий и зависимостей между показателями.

Прежде всего, остановимся на приведенной ранее формуле (3.6):

$$FCF = NOPLAT - \text{ЧИ.}$$

Инвестора интересует чистый денежный поток в перспективе, т.е. его величина за ряд лет в будущих периодах, причем возможность его возрастания из года в год. Это возрастание может иметь место только благодаря инвестированию и той отдаче в виде прибыли, которую приносит инвестирование.

Таким образом, темпы роста компании, а следовательно, величина чистого денежного потока будущих лет будут определяться

размерами инвестирования, т.е. долей прибыли, направляемой на развитие, и рентабельностью инвестированного капитала:

$$g = \text{ROIC} \cdot \frac{1}{2} b, \quad (3.12)$$

где b - доля прибыли, используемой на развитие, т.е. $b = \text{ЧИ} / \text{NOPLAT}$,

ROIC - рентабельность инвестированного капитала, т.е. $\text{ROIC} = \text{NOPLAT} / \text{Инвестированный капитал}$.

Величина инвестированного капитала может быть установлена на основании либо актива, либо пассива баланса. Так, инвестированный капитал есть сумма собственного капитала, долгосрочных обязательств и платных краткосрочных обязательств предприятия (займов и кредитов). Другой алгоритм расчета: инвестированный капитал есть сумма основных и оборотных средств компании за минусом беспроцентных обязательств.

Кроме свободного денежного потока, предлагается еще один показатель, на основании которого можно рассчитывать стоимость, - **экономическая прибыль** [28]. По сути, это доход, превышающий требования инвестора. Действительно, инвестору важно обеспечить определенную доходность своего вложения, и тогда предприятие, куда вложен капитал, обязано получить соответствующий этим требованиям доход. Требуемая инвестором доходность - это цена капитала. **Но предприятие может достигать и большего размера дохода, чем и обеспечивает возрастание стоимости.** Превышение требований инвестора, т.е. создание экономической прибыли (ЭП), может быть определено так:

$$\text{Экономическая прибыль} = \text{Инвестированный капитал} \cdot \frac{1}{2} (\text{ROIC} - \text{WACC}). \quad (3.13)$$

Этот показатель следует признать более удачным в оценках стоимости, чем свободный денежный поток, поскольку из соотношения (3.6)

$$\text{FCF} = \text{NOPLAT} - \text{ЧИ}$$

следует, что для **увеличения** FCF предприятия могут стремиться **уменьшать** чистые инвестиции, что, в свою очередь, будет вызывать уменьшение новых значений NOPLAT и, следовательно, снижать рост стоимости.

Отсюда возникает еще ряд важных зависимостей:

$$\text{Стоимость предприятия} = \text{Инвестированный капитал} + \text{Приведенная стоимость прогнозируемой экономической прибыли} \quad (3.14)$$

Если дополнительные инвестиции нулевые и темпы роста равны 0, то формула (3.14) может быть записана как:

Стоимость предприятия = Инвестированный капитал + Экономическая прибыль / WACC.

Сформулированные зависимости могут позволить сделать некоторые обобщения относительно влияющих на стоимость факторов первого порядка.

Ключевые факторы управления стоимостью

I. Величина свободного денежного потока

Поскольку FCF для определения стоимости всего предприятия вычисляется как разница между чистой операционной прибылью и чистыми инвестициями, то, казалось бы, следует уменьшать долю накопления прибыли, однако при этом снижается сумма генерируемой прибыли в очередных периодах деятельности, т.е. снижаются внутренние темпы роста. Аналогично: величина будущих FCF зависит также и от рентабельности инвестированного капитала, а точнее - от разницы между рентабельностью и ценой инвестированного капитала. Чем она выше, тем энергичнее нарастает чистый денежный поток, а вместе с ним и стоимость.

Таким образом, *основные задачи управления величиной FCF*:

1. Отбор инвестиционных проектов с внутренней нормой доходности, превышающей цену, которую приходится платить за привлекаемый капитал. Именно внутренняя норма доходности инвестиций непосредственно определит рентабельность инвестированного капитала.

2. Снижение издержек предприятия, определяющих величину чистой операционной прибыли при заданной величине выручки.

3. Увеличение экономической прибыли как объективного показателя стоимости посредством рационализации величины инвестированного капитала. Напомним, что

Экономическая прибыль = Инвестированный капитал \times (ROIC - WACC). В свою очередь, ROIC = NOPLAT/ Инвестированный капитал. Следовательно, с одной стороны, размер инвестированного капитала непосредственно определяет экономическую прибыль и наращивает стоимость, с другой стороны, следует заботиться о рационализации инвестированного капитала (рационализации сумм и структуры имущества предприятия), поскольку избыточность, неэффективность имущества понижает рентабельность (ROIC).

4. Повышение нормы накопления прибыли как меры увеличения внутренних темпов роста. Такие действия означают не что иное, как ограничение дивидендных выплат. В России в настоящее время подавляющее количество предприятий не выплачивает дивиденды либо делает это в минимальных размерах. Интересно, что в развитых странах также наблюдается тенденция отказа от дивидендных

платежей в пользу развития предприятий (роста курсовой стоимости за счет этого фактора). Скорее всего, в российской практике - это мера вынужденно-защитная ввиду острой необходимости инвестирования. На Западе - это следование политике «дивидендной независимости», которая приемлема для достаточно обеспеченных текущими доходами инвесторов, ориентированных при этом во вложениях на капитализированный доход. В любом случае - принятие решений об увеличении накопления должно обосновываться и согласовываться с инвесторами.

5. Управление политикой заимствования в части размера привлекаемого долга и режима погашения ранее взятых обязательств в контексте ожидаемых финансовых результатов от текущей деятельности. Речь в данном случае идет об увеличении свободного денежного потока, рассчитанного для инвесторов-собственников, поскольку для них $FCF = NOPLAT - \text{ЧИ} + (D1 - D2)$, где $D1$ - это сумма привлекаемого долга в данный временной период,

$D2$ - сумма погашаемых обязательств, ранее взятых предприятием.

Разница ($D1 - D2$) может быть больше нуля в период наращивания своих долговых обязательств, что увеличивает свободный денежный поток соответствующего периода. Однако наращивание ограничено финансовым риском, и вслед за этим наступит период отрицательной разницы, т.е. уменьшения обязательств. Таким образом, если величину инвестиций рассматривать как величину постоянную во времени, то ($-\Delta D$) должна как минимум компенсироваться в этот период приростом $NOPLAT$.

II. Цена используемого капитала

Значение фактора непосредственно будет определяться рисками предприятия и целенаправленностью выбора источников. **Задачи управления ценой капитала:**

1. Снижение цены используемого капитала посредством минимизации инвестиционных рисков,

2. Поиск доступных источников при известных объективных и субъективных ограничениях и оптимизация структуры, обеспечивающая минимальную средневзвешенную цену.

Далее попытаемся сформулировать подробнее механизмы принятия решений по увеличению (поддержанию) **стоимости собственного капитала** предприятия. в различных ситуациях. При этом будут рассматриваться ситуации отсутствия дополнительных инве-

стиций, что упрощает используемые модели зависимостей показателей и не мешает формулировать определенные закономерности их поведения.

Для этого прежде всего вернемся к формуле (3. 11):

$$P_{и} = FCF / K_s = (NOPLAT + Д) / K_s = [EBIT (1 - Н) + \Delta Д] / K_s.$$

Поскольку управление инвестиционной стоимостью преследует цель ее наращивания (как минимум, поддержание), то критерием принятия управленческих решений будет

$$FCF, \% / \Delta K_s, \% > 1, \quad (3.15)$$

т.е. процентный прирост чистого денежного потока должен превышать процентный прирост цены капитала.

Исходя из этого требования, управление стоимостью должно включать принятие мер по поддержанию необходимых значений FCF в случае нарастания цены капитала.

Ситуация 1. Наблюдается рост цены собственного капитала под воздействием факторов общеэкономического порядка либо внутрифирменных (рост финансового риска), рыночных (падение спроса на продукцию предприятия).

Это означает, что инвесторы требуют большей доходности от своих вложений и требуемую доходность следует обеспечить. Для того чтобы не допустить падения стоимости акций предприятия, менеджеры должны обеспечить большие размеры дохода, а значит, большую отдачу в виде прибыли от каждого рубля вложений собственников. Следовательно, в формировании денежных доходов при неизменных суммах начисляемой амортизации и прежней политике налогообложения прибыли свою роль должна сыграть чистая операционная прибыль, а при неизменной рентабельности продаж - выручка, получаемая предприятием. Исходя из понимания, на какую абсолютную величину должен как минимум (для стабилизации стоимости) возрасти FCF, можно далее определить этот абсолютный прирост как

$$\Delta FCF = \Delta \Delta NOPLAT,$$

где $\Delta NOPLAT$ - абсолютное изменение чистой операционной прибыли. При этом $\Delta Д = 0$, если в политику заимствования не вносятся коррективы.

Выражая чистую операционную прибыль через произведение выручки и рентабельности продаж предприятия, получим

$$\Delta NOPLAT = \Delta PQ \times P_{п}, \quad (3.16)$$

где ΔPQ - прирост выручки,

$P_{п}$ - рентабельность продаж.

Признавая необходимость наращивания части имущества предприятия для обеспечения прироста выручки, полагаем при этом, что

финансировать такой прирост стоит через увеличение собственных источников. Таким образом, предприятие вынуждено сделать определенные инвестиции, величину которых примем пропорциональными росту выручки (что может быть в принципе и иным и требует специальных расчетов). Тогда:

$$\text{ЧИ} = \Delta P Q, \% \times A_{п},$$

где $\Delta P Q, \%$ - процентный прирост выручки,

ЧИ - чистые инвестиции, в которых нуждается предприятие,

$A_{п}$ - величина имущества, принятая зависимой от роста выручки.

Следовательно:

$$\Delta FCF = \Delta P Q \times P_{п} - \Delta P Q, \% \times A_{п},$$

$$\Delta FCF = \Delta P Q \times P_{п} - \Delta P Q / P Q_{0} \times A_{п}, \quad (3.17)$$

где $P Q_{0}$ - выручка до принятия решений.

Из этого соотношения можно, зная величину прироста FCF, достигаемую рентабельность и сумму зависимого от выручки имущества в балансе предприятия, установить необходимый прирост выручки, который следует обеспечить для решения поставленной задачи.

Рассмотрим эту ситуацию на конкретном примере. Пусть предприятие получает FCF в размере 10 ден. ед. Цена собственного капитала составляет 20%. Выручка предприятия в настоящее время 160 ден. ед. при рентабельности продаж 20%. Величина активов баланса, требующая корректировки при нарастании выручки, - 20 ден. ед. Предполагается изменение цены собственного капитала до 24%, т.е. увеличение на 20 п.п. Следовательно, FCF как минимум должен прирасти также на 20%, т.е. на 2 ден. ед. Определим выручку, которую необходимо иметь предприятию:

$$2 = \Delta P Q \times 0,2 - 20 \times \Delta P Q / 160,$$

$\Delta P Q = 27$ ден. ед., т.е. выручка должна достигнуть либо превысить $160 + 27 = 187$ ден. ед.

Задача может решаться и при несколько иных условиях. Так, например, может оказаться, что рост выручки недостижим в рассматриваемой перспективе. Тогда увеличения FCF следует добиваться путем снижения текущих издержек, т.е. посредством роста рентабельности продаж. Тогда уравнение (3.16) следует решать относительно $P_{п}$. В рассматриваемом случае при неизменной выручке и сокращающихся издержках изменение оборотного капитала может оказаться нулевым либо положительным (при его сокращении), т.е. в этом случае

$$FCF = P Q \frac{1}{2} P_{п},$$

где $\Delta P_{п}$ - прирост рентабельности продаж в процентных пунктах.

Рассмотренный выше пример в этом случае будет решен следующим образом:

$$2 = 160 \frac{1}{2} \Delta P_{\Pi}$$

$$\Delta P_{\Pi} = 2 / 160 \times 100 = 0,0125 = 1,25 \text{ п.п.}$$

Прирост рентабельности продаж должен составить 1,25 процентных пунктов, а величина рентабельности достичь 21,25%.

Заметим, что чистая прибыль будет являться источником роста стоимости только в случае, когда

$$PQ \frac{1}{2} P_{\Pi} > \Delta PQ, \% \frac{1}{2} A_{\Pi}, \text{ т.е.}$$

$$PQ \frac{1}{2} NOPLAT_0 / PQ_0 > \dots PQ / PQ_0 \frac{1}{2} A_{\Pi}, \text{ отсюда} \\ NOPLAT_0 > A_{\Pi}.$$

Таким образом, чистая операционная прибыль изначально должна превышать сумму наращиваемого имущества (инвестиции).

Когда это условие не соблюдается, то значит, что внутренних источников предприятия недостаточно, чтобы обеспечить требуемый прирост. Это будет иметь место в ситуации, когда сумма первых двух слагаемых меньше нуля, т.е.

$$0 > \dots PQ \frac{1}{2} P_{\Pi} - PQ, \% \frac{1}{2} A_{\Pi}.$$

В этом случае желаемая цель достигается только за счет увеличения заимствования (при доступности такого подхода).

Ситуация 2. Увеличение FCF в текущем периоде времени за счет заимствования должно впоследствии сопровождаться оттоком денежных средств в результате погашения задолженности. Отток денежных средств при этом должен быть компенсирован соответствующим приростом чистой прибыли. Если наращивание чистой прибыли происходит за счет увеличения объемов выручки (полученный ранее долг использован для возрастания масштабов деятельности), то должно соблюдаться неравенство вида

$$\Delta NOPLAT > \Delta PQ, \% \frac{1}{2} A_{\Pi} + D_2,$$

$$\Delta PQ \frac{1}{2} P_{\Pi} > \Delta PQ, \% \frac{1}{2} A_{\Pi} + D_2,$$

$$\Delta PQ \frac{1}{2} P_{\Pi} > \Delta PQ / PQ_0 \times A_{\Pi} + D_2,$$

$$\Delta PQ (P_{\Pi} - A_{\Pi} / PQ_0) > D_2,$$

$$\Delta PQ > D_2 / [P_{\Pi} - A_{\Pi} / PQ_0],$$

отсюда следует, что

$$\Delta PQ > D_2 \frac{1}{2} PQ_0 / P_{\Pi} \frac{1}{2} PQ_0 - A_{\Pi}.$$

Поскольку $P_{\Pi} \times PQ_0 = NOPLAT_0$, то

$$\Delta PQ > D_2 \frac{1}{2} PQ_0 / NOPLAT_0 - A_{\Pi}. \quad (3.18)$$

Эта формула может быть использована для определения необходимой величины прироста выручки исходя из достигнутых на

момент принятия решений показателей выручки и чистой операционной прибыли.

Пусть в рассмотренном ранее примере взятый в прошлом периоде времени долг в размере 16 ден. ед. должен быть погашен в текущем периоде. Для рассматриваемого примера прирост выручки должен составить

$$\Delta PQ = 16 \frac{1}{2} 160 / (0,2 \frac{1}{2} 160 - 20) = 213 \text{ ден. ед.}$$

Таким образом, выручка должна увеличиться до 373 ден. ед.

Если наращивание чистой прибыли происходило за счет роста рентабельности продаж, т.е. заемный капитал был использован для сокращения издержек либо улучшения качества выпускаемой продукции, что позволило повысить ее ценовые характеристики, то, поскольку предприятие не нуждается в приросте оборотного капитала,

$$\Delta \text{NOPLAT}_0 > D_2.$$

Поскольку $\text{NOPLAT}_0 = P_{\Pi} \times PQ$, то

$$\Delta P_{\Pi} \frac{1}{2} PQ > D_2,$$

$$\Delta P_{\Pi} > D_2 / PQ.$$

Таким образом, при управлении стоимостью за счет роста рентабельности продаж прирост этого показателя должен быть равным доле погашаемого долга в выручке.

Тогда в расчетном примере при неизменной выручке рентабельность продаж должна была возрасти на

$$\Delta P_{\Pi} \frac{1}{2} 160 = 16,$$

$$\Delta P_{\Pi} = 16 / 160 = 0,1 = 10 \text{ п.п., т.е. достигнуть } 30\%.$$

Даже при условности предложенного примера видно, что выведенные формулы и сформулированные выводы не только отражают основные закономерности взаимосвязи показателей, но и являются инструментом принятия решений по управлению стоимостью предприятия.

Рассмотрев управленческие подходы к поддержанию необходимой величины дохода, остановимся далее на оценке и управлении ценой собственного капитала предприятия.

В материалах параграфа 1.1.2 обсуждался кумулятивный подход к определению цены собственного капитала как наиболее доступный в отечественных условиях. Напомним, что в расчете было предложено использовать доходность инвестиционных государственных ценных бумаг, которая фиксируется на момент анализа на уровне примерно 17%. Полагая, что этот показатель включает страновые риски и риски неразвитости фондового рынка, в требуемую рынком доходность акций конкретной компании предложено включать дополнительно плату за риск развитого фондового рынка (5,5%) и плату за риск конкретной компании, которая может варьи-

роваться от 5 до 30%. Более точное значение платы за риск конкретной компании можно установить, ориентируясь на выполненные рейтинговые оценки инвестиционной привлекательности компаний (параграф 2.3).

Таблица 40

Определение платы за риск конкретной компании

Параметр риска	Рейтинговая оценка параметра	Величина платы за риск, %
1. Рыночные позиции предприятия	A	1,0
	B	2,5
	C	6,0
2. Финансовое состояние предприятий	A	1,0
	B	2,5
	C	6,0
3. Уровень менеджмента	A	1,0
	B	2,5
	C	6,0
4. Информационная открытость бизнеса	A	1,0
	B	2,5
	C	6,0
5. Инвестиционные риски	A	1,0
	B	2,5
	C	6,0

Предложим далее следующий подход к оценкам (табл. 40). Здесь предлагается учесть пять слагаемых риска (по числу компонентов рейтинговой оценки инвестиционной привлекательности и уровню инвестиционного риска), причем принято, что плата за риск равномерно распределена по этим слагаемым. Тогда низшее значение платы за риск (когда присвоена рейтинговая оценка A) у каждого слагаемого равна 1% (в сумме это даст минимальные 5%), а высшее значение - 6,0% (в сумме - 30%). Значение платы за риск при среднем уровне риска составит у каждого слагаемого 2,5%, что получено следующим расчетом: $(30 - 5) : 2:5$. Минимальное значение инвестиционных рисков будем фиксировать, если значение степени общего рычага соответствует рекомендуемому уровню.

Таким образом, можно выполнить расчеты платы за риски компаний для определения цены собственного капитала рассмотренных ранее предприятий (табл. 41).

Таблица 41

Расчет общей величины платы за риск конкретной компании

Предпри- ятие	Величина платы за риск, %					
	Инвести- ционные риски	Рыноч- ные по- зиции	Финансо- вое со- стояние	Уровень менедж- мента	Информа- ционная открытость	Общая величина платы
1. ОАО «Лакокраска»	6,0	1,0	1,0	2,5	2,5	13,0
2. ОАО «ЯШЗ»	6,0	2,5	2,5	2,5	2,5	16,0
3. ОАО «Автодизель»	1,0	1,0	1,0	6,0	2,5	11,5
4. ОАО «ЯЗДА»	6,0	1,0	6,0	2,5	2,5	18,0

Общее значение цены собственного капитала будет следующим:

для ОАО «Лакокраска»: $17,0 + 5,5 + 13,0 = 35,5\%$,

для ОАО «ЯШЗ»: $17,0 + 5,5 + 16,0 = 38,5\%$,

для ОАО «Автодизель»: $17,0 + 5,5 + 11,5 = 34,0\%$,

для ОАО «ЯЗДА»: $17,0 + 5,5 + 18,0 = 40,5\%$.

Найденные показатели могут служить ставкой доходности в расчетах истинной стоимости собственного капитала этих предприятий. Кроме того, сравнение их с доходностью приобретения на рынке акций данных компаний позволяет делать вывод о целесообразности вложений в эти ценные бумаги. Наконец, полученные величины ставки доходности (цены собственного капитала) стали еще одним вариантом рейтингового показателя инвестиционной привлекательности предприятий. Исходя из них оцениваемые предприятия можно проранжировать в порядке убывания их привлекательности для инвесторов-собственников:

ОАО «Автодизель» - ОАО «Лакокраска» - ОАО «ЯШЗ» -
ОАО «ЯЗДА»

Проведенные расчеты позволяют увидеть наиболее важные направления снижения цены собственного капитала через снижение рисков, присущих предприятию. Так, данные табл. 39 говорят о высоких значениях платы за инвестиционные риски у трех обсуждаемых предприятий (ОАО «Лакокраска», ОАО «ЯШЗ», ОАО «ЯЗДА»). Высокое значение степени общего рычага вызвано значительным разрывом между маржинальной прибылью и прибылью до налого-

обложения. Следовательно, эти предприятия несут значительные постоянные издержки (в них в расчете нашли отражение как включаемые в себестоимость реализованной продукции, так и операционные и внереализационные составляющие). Более низкое значение инвестиционных рисков предопределило преимущество ОАО «Автодизель». Следовательно, задача менеджмента остальных предприятий - управление издержками, изыскание возможностей их снижения. ОАО «Автодизель» тем не менее демонстрирует проблемный маркетинг, что нашло отражение в плате за риск и увеличении цены капитала, и повышает неопределенность результатов хозяйствования. Наконец, ОАО «ЯЗДА» имеет высокий риск финансового состояния, прежде всего в части показателей дохода и доходности.

Теперь, когда получены значения стоимости собственного капитала четырех изучаемых промышленных компаний, можно выполнить оценку их стоимости. Для этого на основании данных их бухгалтерских балансов были определены величина инвестированного капитала и долевые пропорции собственного и заемного капитала. Установление этого соотношения, в свою очередь, позволило рассчитать средневзвешенную цену капитала, которая у всех предприятий оказалась весьма близка по значению цене собственного капитала из-за чрезвычайно низкой доли заемного. Дальнейшие расчеты приведены в табл. 42.

Оценки стоимости предприятий проведены в ней при условии отсутствия чистых инвестиций (информация о прогнозе вложений отсутствует). Видно, что стоимость ОАО «Автодизель» на порядок больше, чем стоимость ОАО «ЯЗДА» и ОАО «ЯШЗ» и на два порядка выше ОАО «Лакокраска». Расчеты,

Расчеты стоимости промышленных компаний

Предприятие	Чистая операционная прибыль, тыс. руб. NOPLAT	Средневзвешенная цена капитала, WACC, %	Инвестированный капитал, тыс. руб.	Рентабельность инвестированного капитала, ROIC, %	Экономическая прибыль, тыс. руб.	Стоимость компании, тыс. руб.	
						На основе FCF	На основе экономической прибыли
1	2	3	4	5	6	7	8
1. ОАО «Лакокраска»	9 302	33,9	712 397	1,3	- 232 241	27 438,5	27 320
2. ОАО «ЯШЗ»	696 28	37,7	625 383	11,1	- 166 352	184 690	184 131
3. ОАО «Автодизель»	503 159	34,0	1 433 222	35,1	15 765,4	1 479 879	1 479 591
4. ОАО «ЯЗДА»	519 30	40,0	903 653	5,8	- 309 501	129 825	129 900

Гр. 5: $ROIC = NOPLAT / \text{Инвестированный капитал}$

Гр. 6: $\text{Экономическая прибыль} = \text{Инвестированный капитал} \times (ROIC - WACC)$

Гр. 7: $\text{Стоимость предприятия} = NOPLAT / WACC$

Гр. 8: $\text{Стоимость предприятия} = \text{Инвестированный капитал} + \text{Экономическая прибыль} / WACC$.

основанные на экономической прибыли, практически совпали с результатами, полученными на основе свободного денежного потока. Однако расчет стоимости предприятий по второму методу дает отрицательное значение экономической прибыли у трех предприятий и наглядно характеризует «проедание стоимости» при условии продолжения деятельности со столь низкой отдачей прибыли с инвестированного капитала. Такая картина по условиям рыночной экономики представляет собой своеобразный экономический «нонсенс», вероятно возможный только в переходных к рыночным условиям, когда имеют место специфические закономерности, нетипичные для рынка.

Естественно, вкладывать целесообразно в предприятие с растущей стоимостью и тогда из рассмотренной совокупности предприятий инвестиционно привлекательным следует признать лишь ОАО «Автодизель».

Полученные результаты позволяют также установить стоимость собственного капитала (вычитанием из стоимости предприятия стоимости заемного капитала) и на основе таких оценок принимать решения о вложении в акции данного предприятия с учетом информации об их рыночных ценах.

Покажем далее, как можно было бы, опираясь на факторы стоимости, выполнить расчет по изменению стоимости предприятия на перспективу.

1. Пусть ОАО «Автодизель», занимаясь управлением стоимостью, совершенствовало организацию маркетинга, что привело бы к снижению платы за риск. В настоящее время плата за эту составляющую риска равняется 6%, а в результате таких действий риск оценивался бы на уровне 1,0%. Таким образом, цена собственного капитала составила бы 30% (см. табл. 41) и WACC была бы 30%, поскольку весь капитал этого предприятия собственный. В этом случае стоимость стала бы:

$NOPLAT / WACC = 503\,159 / 0,3 = 1\,666\,771\,97$ тыс. руб., т.е. выросла бы на 13,4%.

Подобный расчет не показывает, что последствия изменения этого фактора стоимости будут дополнительно проявляться в повышении уровня факторов первого порядка, например росте прибыли предприятия.

2. Пусть, например, ОАО «Автодизель» будет обеспечивать ежегодные темпы прироста чистой операционной прибыли на уровне примерно 20% годовых. В этом случае формулы, которыми пользовались в табл. 40, негодны. Здесь можно было бы использовать формулу факторов стоимости [28, с. 301]:

$$\text{Стоимость предприятия} = \frac{\text{NOPLAT}_{t+1} (1 - g / \text{ROIC})}{\text{WACC} - g}$$

Тогда стоимость предприятия ОАО «Автодизель» была бы равна $[503159 \cdot \frac{1}{2} \cdot 1,2 (1 - 0,2 / 0,351)] / (0,34 - 0,2) = 1\,855\,363$ тыс. руб., т.е. выросла бы на 25,4%.

3. Пусть теперь менеджеры ОАО «Автодизель» принимают решение об изменении структуры инвестированного капитала в пользу заемного, например, увеличив долю долга до 30%, поскольку долговой капитал более дешевый. Тогда при исходных значениях чистой операционной прибыли и цены собственного капитала средневзвешенная цена понизилась бы до 29%, а стоимость стала: $503159 / 0,29 = 1\,735\,031$ тыс. руб., т.е. выросла бы на 17,3%.

3.4. Управление рыночным потенциалом предприятия

Под рыночным потенциалом будем понимать возможности предприятия удовлетворять рыночные потребности. Управление этими возможностями в широком смысле является сутью менеджмента предприятия, а в более конкретном и узком - сутью маркетинговой деятельности. Для обеспечения надлежащего уровня маркетинга, выполнения в его системе всех функций на должном уровне необходимо организовать регламентированную систему маркетинговой службы. ***С этой целью должны быть описаны функции и задачи маркетинговой службы, определены информационные потоки, связывающие ее с другими подразделениями предприятия*** (табл. 43 и 44). Полагаем, что названные элементы регламентации составят необходимую основу для обеспечения должного места службы маркетинга на предприятии, выполнения ею аналитической функции (на основе необходимой информационной базы) и принятия маркетинговых решений по стандартному комплексу маркетинга. Предлагаемые ниже разработки по определению функциональных обязанностей работников маркетинговых служб применимы для любого предприятия с определенной корректировкой на его специфику. Наиболее проблематичным в практической деятельности является распределение обязанностей в области организации каналов товародвижения со сбытовой службой предприятия. По нашему мнению, регламентирующие документы должны закреплять за маркетологами задачи выбора наиболее эффективного канала для того или иного географического рынка (часто исходя из мнений потребителей о нем), а также выработки определенных положений до-

говоров с посредниками - по вопросам обмена информацией, ценовых скидок, совместной рекламы, стимулирующих вознаграждений и т.д.

Таблица 43

Функции и задачи службы маркетинга предприятия

№ п/п	Функции маркетинга	Задачи службы маркетинга
1.	Комплексное исследование рынка	<p>1.1. Оценка конъюнктуры отраслевого рынка, состояния и тенденций развития конъюнктурообразующих факторов. Прогноз состояния спроса и предложения продукции предприятия.</p> <p>1.2. Сегментация рынка. Выбор сегментов рынка для работы с ними. Переоценка принятых ранее решений в связи с изменением конкуренции, рыночной конъюнктуры. Оценка емкости сегментов рынка.</p> <p>1.3. Периодический анализ конкурентов. Создание списка конкурентов. Поиск источников информации о конкурентах, ее накопление и оценка. Определение ключевых факторов успеха и слабых мест своего предприятия.</p> <p>1.4. Изучение потребителей в разрезе отдельных сегментных групп. Создание системы обратной связи с потребителями через сбытовую сеть. Разработка направлений изучения потребителей. Выбор и реализация методов их изучения. Обобщение и накопление информации. Использование ее для формирования товарной политики и системы формирования и стимулирования спроса.</p>
2.	Формирование товарной политики	<p>2.1. Принятие решений о корректировке объема, номенклатуры и ассортимента выпускаемой продукции по результатам изучения рынка.</p> <p>2.2. Разработка предложений производственным службам по изменению качественных характеристик продукции в краткосрочной и долгосрочной перспективе.</p> <p>2.3. Разработка идей нового товара, обеспечивающего конкурентные преимущества предприятия.</p> <p>Оценка конкурентоспособности своих товаров: выбор методик, определение весовых значений показателей, использование оценочных методик.</p> <p>2.4. Построение и отслеживание кривых жизненного цикла изделий. Разработка на их основе рекомендаций о мерах поддержки объемов продаж товаров.</p>
3.	Организация системы	<p>3.1. Разработка рекламных обращений (или основных идей таковых при условии обращения к рекламным</p>

	ФОССТИС	<p>агентствам). Выбор каналов распространения рекламы. Обоснование целесообразных расходов на рекламу. Оценка эффективности рекламы.</p> <p>3.2. Организация и планирование выставочной деятельности.</p> <p>3.3. Разработка мероприятий “паблик рилейшнз”, формирующих благоприятный имидж предприятия.</p> <p>3.4. Разработка системы сервиса при необходимости ее для продажи продукции предприятия. Выработка стандартов обслуживания, разработка новых видов услуг.</p> <p>3.5. Организация системы стимулов для потребителей, продавцов, посредников, включающей выплату премий, надбавок к окладам, подарки, лотереи и т.д.</p>
4.	Проведение ценовой политики	<p>4.1. Выбор целесообразных методов ценообразования для той или иной продукции.</p> <p>4.2. Расчеты ценовой эластичности спроса на товары.</p> <p>4.3. Установление цен и разработка рекомендаций по их изменению.</p> <p>4.4. Разработка системы ценовых скидок и уценок. Проверка обоснованности принимаемых ценовых решений.</p>
5.	Организация сбытовых каналов	<p>5.1. Выбор рациональных видов сбытовых каналов.</p> <p>5.2. Участие в создании дилерских договоров в части работы дилеров с потребителями, выполнения стандартов обслуживания, обмена информацией о рынке.</p> <p>5.3. Оценка эффективности сбытовых каналов.</p>
6.	Планирование и контроль маркетинга	<p>6.1. Разработка маркетинговой стратегии.</p> <p>6.2. Разработка планов маркетинга: стратегических и текущих.</p> <p>6.3. Контроль состояния маркетинга и выполнения планов маркетинга на предприятии. Ситуационный анализ.</p>

Содержание информационных потоков по отдельным функциональным составляющим маркетинга

Функция маркетинга	Содержание создаваемой информации	Исходные информационные данные	Источник поступления исходной информации	Адрес поступления полученной информации
1. Комплексное исследование рынка	1.1. Информация о состоянии конъюнктуры образующих факторов за 6 - 12 месяцев, о емкости рынка и тенденциях его развития		Специализированные фирмы по заказу предприятия	Генеральный и коммерческий директора Отделы продаж и снабжения Служба НИОКР
	1.2. Характеристики выбранных сегментов рынка и их основные предпочтения	Географические и психологические характеристики потенциальных потребителей. Материалы изучения основных предпочтений потребителей. Матрицы двойной сегментации.	Материалы изучения рынка	Коммерческий директор Отдел продаж Производственные службы
	1.3. Информация о конкурентах	Набор количественных и качественных показателей своего предприятия и конкурентов, выбранных для сравнения. Выявление ключевых факторов успеха и проблем своего предприятия	Сведения о характеристиках товаров предприятия от производственных служб	Генеральный директор Коммерческий директор Главный инженер Служба НИОКР Посредники
	1.4. Информация о потребителях	Результаты опросов потребителей, программы и	Соответствующие службы предприятия по запросу отдела маркетинга Обобщение - отделом	

		<p>материалы наблюдений и экспериментов. Выводы и обобщения из них</p>	<p>маркетинга</p> <p>Рыночная информация от целевых сегментов</p>	<p>Коммерческий директор Отдел продаж Главный инженер Служба НИОКР Посредники</p>
<p>2. Формирование товарной политики</p>	<p>2.1 . Информация о спросе и ответственности программы предприятия</p> <p>2.2. Идея нового товара Технико-экономическое обоснование инвестиции</p> <p>2.3. Информация об этапах жизненного цикла своих товаров</p>	<p>Текущие сведения о производственной программе предприятия</p> <p>Сведения об объемах продаж и остатках нереализованной продукции</p> <p>Сведения о потребителях</p> <p>Сведения о конъюнктуре рынка</p> <p>Сведения о перспективных потребностях рынка</p> <p>Сведения о технологических возможностях предприятия</p> <p>Информация об аналогичных разработках конкурентов (включая зарубежных), технологическая и экономическая информация для создания ТЭО</p> <p>Сведения об объемах продаж и затратах на производство и сбыт отдельных видов товаров</p>	<p>Производственный отдел</p> <p>Отдел продаж</p> <p>Отдел маркетинга</p> <p>Отдел маркетинга</p> <p>Материалы о потребителях отдела маркетинга</p> <p>Служба НТИ</p> <p>Технологические службы</p> <p>Производственные службы</p> <p>Экономический отдел</p> <p>Бухгалтерия</p> <p>Отдел продаж</p> <p>Бухгалтерия</p>	<p>Генеральный директор Коммерческий директор Производственные службы</p> <p>Генеральный директор Главный инженер Директор по финансам Производственные, технологические и финансовые службы</p> <p>Главный инженер Службы НИОКР Коммерческий директор</p>

	2.4. Информация об уровне конкурентоспособности своих товаров	Показатели технического уровня своей продукции Сведения о ценовых характеристиках продукции	Технологические и производственные службы Отдел продаж	Генеральный директор Главный инженер Служба НИОКР
3. Организация системы ФОССТИС	3.1 . Информация для рекламы	Сведения о наиболее важных для потребителей характеристиках продукции для создания рекламного обращения	Отдел маркетинга на основе изучения потребителей	Рекламные агентства
	3.2 Информация для организации выставок и ярмарок	Сведения о предполагаемых выставках и ярмарках. Сведения о перспективных видах продукции предприятия, с которой необходимо познакомить потребителей	Отдел маркетинга на основе публикуемых данных. Служба НИОКР Материалы отдела маркетинга по изучению конкурентов	Коммерческий директор
	3.3 . Информация для мероприятий пабллик рилейшнз	Сведения о наиболее сильных сторонах предприятия и его стратегических намерениях. Сведения о мероприятиях "пабллик рилейшнз" конкурентов	Директорат предприятия	Генеральный директор Коммерческий директор
	3.4. Информация для оценки эффективности	Сведения об объемах продаж и затратах на рекламу	Отдел продаж Бухгалтерия	

	рекламы				
4. Проведение ценовой политики	Информация для установления цен и ценовых скидок	Информация о зонах доходности и безубыточности Информация о составе и структуре затрат Информация о ценовой эластичности	Информация о зонах доходности и безубыточности Информация о составе и структуре затрат Информация о ценовой эластичности	Информация о зонах доходности и безубыточности Информация о составе и структуре затрат Информация о ценовой эластичности	Коммерческий директор Отдел продаж Бухгалтерия Финансовая служба
5. Организация сбытовых каналов	Информация о результатах деятельности каждого сбытового канала	Сведения о результатах продаж и выполнении стандартов обслуживания посредниками	Сведения о результатах продаж и выполнении стандартов обслуживания посредниками	Отдел маркетинга по результатам контроля посредников Отчеты посредников	Коммерческий директор Отдел продаж

Необходимо учесть, что в зависимости от масштабов предприятия оно может выполнять либо все без исключения функции маркетинга, либо, что характерно для некрупных предприятий, функции исследования внешней среды (рынка) поручать специализирующимся на маркетинговых услугах фирмам. В зависимости от перечня и разнообразия задач маркетинга, которые предприятие решило выполнять своими силами, *служба маркетинга* может быть представлена *отделом маркетинга* (как достаточно крупным организационным подразделением) либо *бюро маркетинга* (при относительно узком перечне решаемых задач), либо *группой маркетинга* в составе, например, отдела сбыта.

Важное условие успешной организации службы маркетинга - определить детально всю сеть информационных потоков, связывающих ее с другими службами. Конечно, не менее важно далее на практике последовательно и точно реализовывать эту систему, иначе может оказаться, что отдел маркетинга - "вещь в себе".

С этой целью должен быть создан документ, определяющий перечень необходимых баз данных службы, содержание информационных потоков и их направленность (табл. 44).

Приведенная схема информационных потоков позволяет не только подготовить основу для создания системы управления предприятием, но и в дальнейшем автоматизировать ее. Кроме того, табл. 44 показывает, какие банки данных должны быть созданы в отделе маркетинга, храниться и пополняться.

ЛИТЕРАТУРА

1. Белолипецкий В.Г. Финансы фирмы. М., 1999.
2. Бергер Ф. Что Вам надо знать об анализе акций. М., 1998.
3. Бикулов Н. Не только дивиденды // Северный край. 2001. 18 мая.
4. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: Полный курс / Под ред. В.В. Ковалева. СПб., 1998.
5. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и инновации. М., 1997.
6. Воронцовский А.В. Методы обоснования инвестиционных проектов в условиях определенности // Финансовая газета. 1995. № 17-22.
7. Водянов А., Смирнов А. Паутина роста // Эксперт. 2000. № 42.
8. Гитман Л. Дж., Джонк М.Д. Основы инвестирования. М., 1997.
9. Грицына В., Курнышева И. Особенности инвестиционного процесса // Экономист. 2000. № 3.
10. Гробовый П.Г. Риски в современном бизнесе. М., 1994.
11. Ендовицкий Д., Коменденко С. Систематизация методов анализа и оценка инвестиционного риска // Инвестиции в России. 2001. № 3. С. 39-46.
12. Ендовицкий Д.А. Анализ и оценка эффективной инвестиционной политики коммерческих организаций: Методология и методика. Воронеж, 1998.
13. Замуруев А.В. Время определиться в терминах: Критический анализ классификации коммерческих и банковских рисков // РИСК. 1998. № 1. С. 33 - 39.
14. Захаров А. Экономические реформы и фондовый рынок // Рынок ценных бумаг. 2001. № 3. С. 7.
15. Иванов А., Ячник О. Успех на весах информации // Экономическая газета. 1995. № 33.
16. Игольников Г.Л., Патрушева Е.Г. Экономические основы конкурентоспособности предпринимательского дела. Ярославль, 1996.

17. Игольников Г.Л., Патрушева Е.Г. Конкурентоспособность, инвестиционная привлекательность и экономичность производства // Российский экономический журнал. 1995. № 11.
18. Игольников Г.Л., Патрушева Е.Г. Разработка товарной стратегии предприятия в рамках его инвестиционной деятельности // Организатор производства. 1998. № 1 (16).
19. Игольников Г.Л., Патрушева Е.Г. Оценка инвестиционной привлекательности и экономичности производства как слагаемых его конкурентоспособности (реферат гранта) // Реферативный сборник конкурсных проектов, получивших гранты на исследования в области фундаментальной экономики в 1995 - 1996 гг. СПб., 1998.
20. Игольников Г.Л., Патрушева Е.Г. Оценка инвестиционной привлекательности и экономичности развития производства в системе методов обоснования и анализа реализации инвестиционных проектов // Организатор производства. 1998. № 2 (7).
21. Идрисов А. Как убедить инвестора? // Экономика и жизнь. 1995. № 1.
22. Инвестиционный рейтинг российских регионов // Там же. 2000. № 41.
23. Инвестиционный рейтинг российских регионов в 1999 – 2000 гг. // Там же. 2000. № 47.
24. Как привлечь инвестиции? // Рынок ценных бумаг. 1999. № 1.
25. Клейнер В. Оценка компании - оценка менеджмента // Там же. № 16. С. 42.
26. Котляр Э. Комплексная оценка финансово-экономического состояния предприятий // Там же.
27. Костикова Е. Раскрытие информации на рынке ценных бумаг // Там же. № 24. С. 24.
28. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление. М., 2000.
29. Крейнина М.Н. Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности акционерных обществ в промышленности, строительстве, торговле. М., 1994.
30. Линг Р.В. Определение ставки дисконта: Курс Всемирного банка по оценке бизнеса. 1995.
31. Лимитовский М., Паламарчук В. Стоимость собственного капитала российской корпорации // Рынок ценных бумаг. 1999. № 18. С. 49.
32. Макконелл К.Р., Брю С.Л. Экономикс: Принципы, проблемы и политика: В 2 т. М., 1992. Т. 2.

33. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов (вторая редакция). Официальное издание / Под ред. В.В. Коссова, В.Н. Липсица, А.Г. Шахназарова. М., 2000.
34. Москвин В. Инвестиционная привлекательность предприятий и ее роль в кредитовании инвестиционных проектов // Инвестиции в России. 2000. № 11. С. 39-45.
35. Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? Теорема ММ: Пер. с англ. М., 1999.
36. Мунаян А. Облигационный бум // Эксперт. 2001. № 8. С. 22
37. Москвин В. Неопределенность системы рисков реализации проектов и возможность ее снижения // Инвестиции в России. 2001. № 10. С. 22.
38. Оценка бизнеса / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. М., 1999.
39. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): Учеб. пособие / Под ред. Н.А. Абдулаева, Н.А. Колайко. М., 2000.
40. Осипов И. Международный опыт борьбы против использования инсайдерской информации на рынке ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. 1999. № 16. С. 17.
41. Портфель приватизации и инвестирования / Отв. ред. Ю.Б. Рубин, В.И. Солдаткин. М., 1992.
42. Патрушева Е.Г. Оценка инвестиционной привлекательности: сущность, объекты, показатели // Экономический вестник (Ярославль). 2000. № 3. С. 40-46.
43. Патрушева Е.Г. Методологические основы формирования системы показателей инвестиционной привлекательности компаний // Там же. № 1. С. 15-21.
44. Патрушева Е.Г. Инвестиционная привлекательность предприятия: концепция, содержание и цель управления // Там же. 2001. № 5. С. 16-21.
45. Постановление ФКЦБ № 9 от 20.04.1998 г. «Об утверждении Положения о порядке и объеме раскрытия информации открытыми акционерными обществами при размещении акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции, путем подписки».
46. Рейтинг финансовой эффективности компаний черной металлургии (50 лучших) // Эксперт. 2000. № 44.
47. Рейтинг для русских // Коммерсантъ ВЛАСТЬ. 2001. 16 янв.
48. Рейтинг крупнейших предприятий России // Эксперт. 2001. № 35.
49. Российский статистический ежегодник: Стат. сб. / Госкомстат России. М., 2000.

50. Синягин А. Специфика финансового анализа компаний: развитие темы на примере конкретного предприятия // Рынок ценных бумаг. 1999. № 16. С. 34; № 18. С. 45.
51. Стандарт российского общества оценщиков. Стоимость действующего предприятия как база оценки. СТО РОО 20-03-96. 20-04.96.
52. Сизов Ю. В основе инвестиций – информация // Экономика и жизнь. 1999. № 11. С. 28.
53. Сизов Ю. Не только дивиденды // Северный край. 2001. 18 мая.
54. Суверов С. Фундаментальный анализ на российском рынке. Обобщение опыта // Рынок ценных бумаг. 1999. № 17, 18.
55. Союз любви и капитала // Эксперт. 2000. № 48.
56. Теплова Т.В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями: Учебник для вузов. М., 2000.
57. Теплицкий В., Костюковский Ю. Инвестор и приоритеты // Экономика и жизнь. 1993. № 33.
58. Философов Л. Оценка инвестиционной привлекательности акций. Выбор метода // Там же.
59. Философов Л. Приватизированные предприятия: оценка инвестиционной привлекательности // Там же. № 9.
60. Фишер П. Стратегия привлечения инвестиций в промышленность России // Теория и практика управления. 2000. № 3.
61. Фишер П. Прямые иностранные инвестиции для России: стратегия возрождения промышленности. М., 1999.
62. Хессел Х., Ройс К. Российская Федерация - рейтинг кредитоспособности «В - / Стабильный / С» // Рынок ценных бумаг. 2001. № 8. С. 88-95.
63. Хелферт Э. Техника финансового анализа. М., 1996.
64. Хессель М. Корпоративное управление. М., 1996.
65. Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бейли Дж.В. Инвестиции. М., 1997.
66. Шилов А. Рискнем не глядя? Как определить качество ценных бумаг // Экономика и жизнь. 1992. № 2.
67. Шеремет А.Д., Сайфулин Р.С. Методика финансового анализа. М., 2000.
68. Эклунд К. Эффективная экономика - шведская модель. М., 1991.
69. Badger R., Torgerson H., Guthmann H. Investment Principles & Practices/-Prentice-Hall, INC. Englerwood Chiffs, N.Y. 1961.
70. Francis J. C. Investments: Analysis and Management. City University of New York, 1991.

71. Investment Information Needs and the Annual Report. SRI. International. 1995.

72. Kaen F.R. Corporate Finance. Concepts and Policies. University of New Hampshire, 1995.

73. Radcliffe R.C. Investment, Concepts, Analysis, Strategy. Harper Collins College. 1994.

Содержание

<u>ВВЕДЕНИЕ</u>	3
<u>I. СОДЕРЖАНИЕ И ПРОБЛЕМЫ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ РОССИЙСКИХ ПРОМЫШЛЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ</u>	5
1.1. Содержание и финансирование инвестиционных процессов	5
1.1.1. <i>Инвестиции и инвесторы в инвестиционном процессе</i>	5
1.1.2. <i>Источники финансирования инвестиций: характеристика, критерии выбора</i>	17
1.2. Проблемы инвестиционной деятельности российских промышленных предприятий.....	31
1.3. Концепция управления привлечением инвестиций на предприятия: согласование деятельности инвесторов и реципиентов	43
<u>II. МЕХАНИЗМ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ИНВЕСТОРА: ВЫБОР ПРЕДПРИЯТИЙ ДЛЯ ВЛОЖЕНИЯ КАПИТАЛА</u>	52
2.1. Сущность инвестиционной привлекательности объектов для инвестора	52
2.2. Механизм выбора предприятий для вложения капитала.....	63
2.2.1. <i>Факторы и система показателей инвестиционной привлекательности предприятия</i>	63
2.2.2. <i>Анализ финансового состояния предприятий для оценки его инвестиционной привлекательности</i>	75
2.2.3. <i>Методика оценки уровня менеджмента предприятия</i>	90
2.2.4. <i>Оценка информационной открытости бизнеса и соблюдения правил корпоративного управления</i>	107
2.3. Построение рейтинговой оценки инвестиционной привлекательности предприятия.....	116
<u>III. УПРАВЛЕНИЕ ФОРМИРОВАНИЕМ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ-РЕЦИПИЕНТОВ</u>	131
3.1. Механизм формирования инвестиционной привлекательности предприятия-реципиента	131
3.2. Управление производственными и финансовыми рисками предприятия-реципиента	136
3.3. Факторы управления инвестиционной стоимостью предприятия	149
3.4. <i>Управление рыночным потенциалом предприятия</i>	173
<u>ЛИТЕРАТУРА</u>	181

Научное издание

Патрушева Елена Григорьевна

**Управление привлечением инвестиций
российскими промышленными предприятиями**

Редактор, корректор В.Н. Чулкова
Компьютерная верстка И.Н. Ивановой

Подписано в печать 20.03.2002. Формат 60×84/16.
Бумага тип. Печать офсетная. Усл. печ. л. 10,9.
Уч.-изд. л. 9,64. Тираж 300 экз. Заказ

Оригинал-макет подготовлен
в редакционно-издательском отделе
Ярославского государственного университета.
150000, Ярославль, ул. Советская, 14.

Отпечатано на ризографе
ООО "Ремдер"
Ярославль, ул. Свободы, 91, оф. 33.