

## Концептуальные основы оценки инвестиционной привлекательности предприятия

© 2009 Н.М. Якупова

доктор экономических наук, профессор

© 2009 Г.Р. Яруллина

кандидат экономических наук, доцент

Казанский государственный финансово-экономический институт

В статье исходя из определения инвестиционной привлекательности предприятия как объективной многофакторной, латентной, неаддитивной, эмерджентной величины обоснованы концептуальная модель оценки инвестиционной привлекательности предприятия и взаимодействие ее основных факторов.

*Ключевые слова:* инвестиционная привлекательность предприятия, экономическая величина, оценка, факторы.

В настоящее время возрастает значимость решения проблемы низкой инвестиционной привлекательности отечественных предприятий. В современных условиях мирового экономического кризиса объемы инвестиционных ресурсов существенно снизились, тогда как потребности в них со стороны предприятий реального сектора экономики остаются на достаточно высоком уровне. Соответственно, значительно возросли требования потенциальных инвесторов к характеристикам предприятий, претендующих на получение инвестиционных ресурсов.

В данной связи как никогда актуальными становятся вопросы оценки инвестиционной привлекательности предприятия. Выступая в качестве инструмента обоснования объекта инвестирования для инвестора, оценка инвестиционной привлекательности предприятия в то же время является своеобразным инструментом ресурсного обеспечения его инвестиционных процессов. Однако в настоящее время не получили должного теоретического и практического обоснования как само понятие инвестиционной привлекательности предприятия, так и интегральная оценка указанного понятия. Вследствие этого, на наш взгляд, необходимо уделить особое внимание оценке сущностных характеристик понятия «инвестиционная привлекательность предприятия» и концептуальных основ его оценки.

Одной из главных проблем в управлении предприятием является необходимость постоянного повышения его инвестиционной привлекательности, что позволяет задействовать дополнительные инвестиционные ресурсы и обеспечивать повышение эффективности использования собственных средств предприятия. Любое решение по поводу повышения уровня инвестиционной привлекательности предприятия долж-

но представлять процесс преобразования информации в действия. Очевидно, что правильные решения можно принимать только на основе достоверной информации. Успех управления зависит, прежде всего, от того, какая информация отобрана и как выполнено ее преобразование.

При исследовании количественных аспектов повышения инвестиционной привлекательности фундаментальным является исследование понятия инвестиционной привлекательности как особой экономической величины, которая представляет собой объективно существующее меняющееся в пространстве и во времени свойство или отношение хозяйственных процессов и явлений. Количественное выражение экономические величины находят в экономических показателях - индикаторах, которые служат средством их количественного выражения и играют роль измерителя анализируемых экономических величин<sup>1</sup>. Численное значение показателя - результат измерения или моделирования экономической величины; значение показателя - значение экономической величины, субъективно воспринятое человеком, т.е. опосредованное его знанием предмета, целью измерения, структурой измерителя.

Специфика такой экономической величины, как инвестиционная привлекательность, обусловлена ее содержанием, тем, что она отражает количественные аспекты отношений между субъектами системы инвестиционной деятельности. Следует отметить, что инвестиционная привлекательность как экономическая величина отличается большой разнородностью определяющих ее показателей (индикаторов), и это накладывает определенные ограничения на возможности ее сравнения и анализа по разным объектам.

<sup>1</sup> Экономическая диагностика: теория и методы / Н.Н. Погостинская, Ю.А. Погостинский, Р.Л. Жамбекова, Р.Р. Ацканов. Нальчик, 2000.

Исходя из вышесказанного, инвестиционную привлекательность предприятия следует рассматривать как многомерную, многофакторную экономическую величину, которая отражается совокупностью несводимых друг к другу показателей-индикаторов. Измерить такую величину можно только косвенным, опосредованным путем, на основе обобщения характеризующих ее показателей в модели ее интегральной оценки. При этом основной задачей являются выбор адекватных релевантных показателей-индикаторов и их композиция в модели оценки инвестиционной привлекательности предприятия. Проблема разнородности возникает не только в части самих показателей, определяющих инвестиционную привлекательность, но и в выборе типов шкал их представления, обобщении измеренных значений и получении результатов измерения, сравнения полученных результатов и т.п.

Анализ сущности и содержания такой экономической величины, как инвестиционная привлекательность, позволил нам сделать вывод о том, что она обладает и рядом других характеристик. Инвестиционная привлекательность является по своей сути величиной неаддитивной: множеству измеряющих ее показателей не может быть придан смысл операций сложения. Неаддитивный характер инвестиционной привлекательности как экономической величины характеризуется невозможностью ее оценки на основе суммирования таких определяющих ее показателей, как, например, рентабельность активов, коэффициент текущей ликвидности, оборачиваемость кредиторской задолженности и др.

Неаддитивный характер многих экономических величин отмечают Н.Н. Погостинская, Ю.А. Погостинский<sup>2</sup>. Представляется весьма обоснованным мнение указанных авторов о том, что неаддитивность измеряемых свойств экономических систем является следствием их эмерджентности. Эмерджентностью обладают, например, такие экономические величины, как эффективность, организованность, потенциал, качество и т.п., отражающие некоторые целостные свойства экономических систем.

Утверждение о том, во сколько раз или насколько инвестиционная привлекательность одного предприятия больше или меньше инвестиционной привлекательности другого предприятия, в целом не имеет экономического смысла. В целях оценки инвестиционной привлекательности предприятия как неаддитивной эмерджентной величины наиболее обоснованным является применение особых неметрических шкал, например, ординальной шкалы измерения; соот-

ветственно, более уместным будет утверждение о том, что инвестиционная привлекательность одного предприятия больше (меньше) инвестиционной привлекательности другого предприятия. Существенным в ординальной шкале измерения является ранжирование, упорядочение тех или иных свойств объекта исследования по уровню их проявления в изучаемой величине<sup>3</sup>. Ординальная шкала допускает операции “равенства-неравенства”, “больше-меньше”. Эти порядковые данные часто используют в оценке и таких многопараметрических экономических величин, как качество, сорт изделий и т.п.

Следствием представленных рассуждений и, соответственно, другой важной характеристикой исследуемой экономической величины - инвестиционной привлекательности предприятия - является ее латентный характер. Инвестиционная привлекательность предприятия как экономическая величина не может быть непосредственно измерена с помощью одного какого-либо показателя; ее измерение может быть только косвенным, на основе измерения других величин, часто называемых индикаторами (показателями). Следует отметить, что измерение латентных величин представляется сложной творческой задачей, поскольку такие величины, как правило, нечетко связаны со своими показателями (индикаторами).

Выявление и измерение латентной величины, каковой является инвестиционная привлекательность, затрудняются и неоднозначностью интерпретации потенциальными инвесторами наблюдаемых показателей, особенно тех из них, которые носят не количественный, а качественный характер. Методика и результаты измерения, интерпретация показателей-индикаторов инвестиционной привлекательности предприятия в большей мере зависят от понимания аналитиками проблем развития предприятия, от того, как они оценивают выгоды, риски и перспективы вложения средств в потенциальный объект инвестирования. Поэтому измерение таких показателей отражает приоритеты и представления субъекта измерения и, соответственно, имеет субъективную природу.

Еще одной важной особенностью исследуемой нами экономической величины инвестиционной привлекательности является ее нормативно-оценочный характер. Нормативность предполагает, что имеются общепринятые суждения о направлении развития экономической величины и определяющих ее показателей. Характеристика большего или меньшего уровня инвестицион-

<sup>3</sup> См.: Захарченко Н.Н. Экономические измерения: теория и методы. СПб., 1993; Попа К. Теория определения. М., 1976.

<sup>2</sup> Экономическая диагностика...

ной привлекательности предприятия складывается из сопоставления фактической динамики изменения показателей-индикаторов рассматриваемой величины с общепринятым направлением их изменения. Необходимость такого подхода к измерению инвестиционной привлекательности обусловливается тем, что инвестиционная привлекательность играет роль критерия в выборе объекта инвестиций, и тем, что общепризнанным является положение о необходимости повышения инвестиционной привлекательности предприятия в долгосрочной перспективе.

Одним из главных принципов измерения инвестиционной привлекательности и, соответственно, ее показателей будет учет и обеспечение взаимосвязи, взаимозависимости и взаимообусловленности определяющих ее показателей. Для этого необходима взаимоувязка показателей (индикаторов) во времени (на основе использования показателей динамики, темпов их роста) и в пространстве (на основе установления экономически содержательных количественных зависимостей между показателями (индикаторами) инвестиционной привлекательности).

Таким образом, инвестиционную привлекательность предприятия можно рассматривать как экономическую величину, обладающую свойствами многофакторности, латентности, неаддитивности, эмерджентности, неоднозначностью интерпретации, нормативно-оценочным характером. Все эти особенности инвестиционной привлекательности предприятия как экономической величины должны найти свое отражение и при разработке инструментов ее оценки и управления.

Анализ теории и практики оценки инвестиционной привлекательности предприятия показал, что в настоящее время отмечается большое разнообразие подходов к выявлению и дифференциации показателей-индикаторов инвестиционной привлекательности предприятия внешними по отношению к предприятию инвесторами в процессе рассмотрения целесообразности инвестирования. При этом каждый аналитик вкладывает свое субъективное мнение, понимание в определение сущности инвестиционной привлекательности предприятия.

Зависимость инвестиционной привлекательности предприятия от его финансового состояния отмечается большинством исследователей, в частности, В.Н. Глазуновым, М.В. Гришиным, М.Н. Крейниной, И.И. Ройзман, А.Г. Шахназаровым и др.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> См.: *Власова М.А.* Анализ подходов к оценке инвестиционной привлекательности отраслей промышленности // *Экономический анализ: теория и практика.* 2005. № 20; *Крейнина М.Н.* Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности акционерных обществ в промышленности, строительстве и торговле. М., 1994.

Достаточно широко (Д.В. Дежинов, А.Я. Елович, С.А. Жданов, Т.П. Левченко, В.С. Ткачев и др.) распространен подход к рассмотрению инвестиционной привлекательности предприятия как характеристики, которая свидетельствует о степени соответствия предприятия целям определенного инвестора<sup>5</sup>.

Отдельные авторы при определении сущности инвестиционной привлекательности предприятия исходят из его потребностей в инвестициях, что представляется не вполне обоснованным, поскольку в явном виде не учитывает интересы инвестора. Так, по мнению М.С. Семункина, А.Л. Кузнецова, Л.М. Глухой, Ю.В. Севрюгина, инвестиционная привлекательность - совокупность различных признаков, свойств, средств, возможностей хозяйствующего субъекта, обуславливающих потенциальный платежеспособный спрос на инвестиции<sup>6</sup>.

По сравнению с указанной более обоснованной представляется точка зрения Л. Н. Булгаковой, С.П. Конторович, Н.С. Самариной и др., которые рассматривают инвестиционную привлекательность предприятия с позиции согласования интересов и возможностей инвестора и реципиента инвестиций при приемлемом уровне доходности и риска<sup>7</sup>. По нашему мнению, необходимым условием указанного согласования интересов является способность инвестированного капитала генерировать потоки доходов в долгосрочной перспективе, рассматриваемая нами как основополагающая характеристика инвестиционной привлекательности предприятия.

При всем многообразии подходов к определению сущности понятия инвестиционной привлекательности предприятия необходимый аспект его изучения - выявление факторов и показателей, которые являются индикаторами данной экономической величины.

По результатам проведенного анализа было выявлено, что авторы (О.Б. Веретенникова,

<sup>5</sup> См.: *Левченко Т.П.* Проблемы определения инвестиционной привлекательности курортных организаций и управления этим процессом в условиях рыночной конкуренции // *Проблемы современной экономики.* 2004. № 3 (11); *Толмачев В.А.* Исследование инвестиционной привлекательности предприятий // *Аудит и финансовый анализ.* 2004. № 2.

<sup>6</sup> *Кузнецов А.Л., Глухова Л.М., Севрюгин Ю.В.* Факторы инвестиционной привлекательности региона и отрасли как элементы инвестиционной привлекательности предприятия // *Социально-экономическое управление: Теория и практика.* Ижевск, 2004. № 2.

<sup>7</sup> См.: *Булгакова Л.Н.* Методы оценки инвестиционной привлекательности предприятий и регионов // *Финансы и кредит.* 2004. № 5; *Самарина Н.С., Латкин А.П.* Методическое обеспечение комплексного анализа инвестиционной привлекательности рыбохозяйственных предприятий // *Экон. науки.* 2008. № 41.

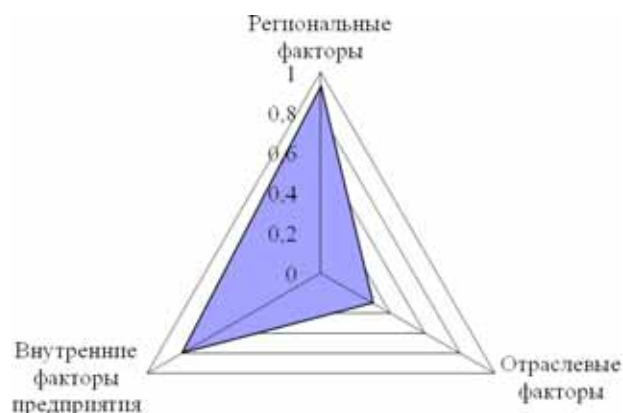
Е.А. Гамбарова, Л.М. Глухова, М. Н. Крейнина, А.Л. Кузнецов, Т. П. Левченко, Ю.В. Севрюгин, В.С. Ткачев, В. А. Толмачев и др.) в той или иной мере рассматривают финансовое состояние предприятия в основе оценки его инвестиционной привлекательности<sup>8</sup>. При этом многие авторы (Л.Н. Булгакова, Л.М. Глухова, М.Н. Крейнина, А.Л. Кузнецов, Т.П. Левченко, С.Д. Лозовой, Ю.В. Севрюгин и др.) отмечают необходимость учета в процессе оценки инвестиционной привлекательности предприятия не только его внутренних факторов, но и факторов внешней среды предприятия - отраслевых и региональных<sup>9</sup>.

На основании вышеизложенного представляется обоснованным разделение факторов инвестиционной привлекательности предприятия, прежде всего, по источнику возникновения на внутренние и внешние. В качестве внешних факторов, не зависящих от предприятия как хозяйствующего субъекта, целесообразно выделить инвестиционную привлекательность отрасли и региона, в которых функционирует предприятие. В процессе повышения уровня инвестиционной привлекательности предприятия задача управления ее внешними факторами не может ставиться в принципе, хотя как собственник, так и инвестор должны уметь выявлять, дифференцировать, оценивать и учитывать эти факторы в процессе принятия инвестиционных решений. Внутренние факторы инвестиционной привлекательности зависят от деятельности хозяйствующего субъекта, являются основным объектом управления инвестиционной привлекательностью.

В процессе управления необходимо учитывать объективно существующие взаимосвязь и взаимообусловленность всех внутренних и внешних факторов и показателей инвестиционной привлекательности предприятия. Очевидно, что инвестировать в хорошо работающие предприя-

тия, расположенные в перспективном регионе и в развивающейся отрасли, менее рискованно; соответственно, эти предприятия характеризуются более высокой инвестиционной привлекательностью, чем предприятия с такими же финансовыми показателями, расположенные в депрессивном регионе и в стагнирующей отрасли.

Представим концептуальную модель оценки инвестиционной привлекательности предприятия (рис. 1).



**Рис. 1. Концептуальная модель оценки инвестиционной привлекательности предприятия**

Очевидно, что чем больше площадь треугольника, вершины которого отражают количественные характеристики основных факторов инвестиционной привлекательности, тем выше инвестиционная привлекательность предприятия.

Следует отметить, что при сравнительном анализе инвестиционной привлекательности предприятий внешние территориально-отраслевые факторы, как правило, оцениваются инвестором с использованием рейтингов инвестиционной привлекательности отраслей и регионов, разрабатываемых рейтинговыми агентствами (в РФ - РА Эксперт, Финам, АК&М и др.).

Оценка же внутренних факторов инвестиционной привлекательности предприятия представляет наибольший интерес и трудности для инвесторов. Анализ научной литературы показал, что ни в практике, ни в теории этот вопрос до сих пор не нашел должного решения. В этой связи возникает задача выработки такого методического аппарата по оценке инвестиционной привлекательности предприятия, который позволил бы потенциальному инвестору оперативно и обоснованно принимать решения об инвестировании.

В целях разработки методики оценки инвестиционной привлекательности предприятия в первую очередь необходимо выявить внутренние факторы инвестиционной привлекательности. В качестве основных внутренних факторов

<sup>8</sup> См.: Веретенникова О.Б. Инвестиционная привлекательность корпоративного клиента банка // Изв. Урал. гос. экон. ун-та. 2006. № 13; Крейнина М.Н. Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности акционерных обществ в промышленности, строительстве и торговле. М., 1994; Кузнецов А.Л., Глухова Л.М., Севрюгин Ю.В. Факторы инвестиционной привлекательности региона и отрасли как элементы инвестиционной привлекательности предприятия // Социально-экономическое управление: Теория и практика. Ижевск, 2004. № 2; Левченко Т.П. Проблемы определения инвестиционной привлекательности курортных организаций и управления этим процессом в условиях рыночной конкуренции // Проблемы современной экономики. 2004. № 3 (11); Толмачев В.А. Исследование инвестиционной привлекательности предприятий // Аудит и финансовый анализ. 2004. № 2.

<sup>9</sup> См.: Булгакова Л.Н. Указ. соч.; Крейнина М.Н. Указ. соч.; Кузнецов А.Л., Глухова Л.М., Севрюгин Ю.В. Указ. соч.; Левченко Т.П. Указ. соч.; Лозовой С.Д. Система мониторинга инвестиционной привлекательности предприятия // Инновации и инвестиции. 2007. № 9.



**Рис. 2. Концептуальная модель взаимодействия основных факторов инвестиционной привлекательности предприятия**

инвестиционной привлекательности предприятия представляется возможным рассматривать кадровый и интеллектуальный потенциалы предприятия, качество управления, уровень корпоративной культуры, производственный потенциал, рыночный потенциал предприятия, определяющий его положение на рынке, производственную стратегию предприятия, финансовое состояние предприятия и др. Однако, по мнению многих авторов, которое и нам представляется обоснованным, главной обобщающей характеристикой деятельности предприятия, характеризующей результативность его деятельности, является такой фактор, как финансовое состояние предприятия. Именно финансовое состояние предприятия рассматривается нами в качестве центрального звена факторов инвестиционной привлекательности предприятия, что схематично представлено на (рис. 2).

Таким образом, инвестиционная привлекательность предприятия может быть определена как объективная в пространстве и во времени многомерная (многофакторная) величина, динамика изменения которой характеризует способность инвестированного капитала генерировать

потоки доходов в долгосрочной перспективе при приемлемом уровне доходности и риска.

Инвестиционная привлекательность предприятия является объектом управления для собственников и менеджмента предприятия, а ее количественная оценка - критерием принятия решений об инвестировании потенциальными инвесторами. При этом интерпретация наблюдаемых количественных характеристик инвестиционной привлекательности предприятия зависит от их субъективного понимания каждым инвестором, от того, как он оценивает выгоды, риски и перспективы владения тем или иным видом собственности.

Проблема выбора показателей-индикаторов инвестиционной привлекательности предприятия с точки зрения их количества, качества и представления в конечном измерителе является основополагающей в оценке инвестиционной привлекательности предприятия, а многомерность инвестиционной привлекательности как экономической величины обуславливает необходимость взаимоувязки, обобщения разных показателей в модели оценки инвестиционной привлекательности предприятия.

*Поступила в редакцию 03.08.2009 г.*