

Управление инвестиционной привлекательностью предприятия: методологические аспекты

© 2009 А.Б. Джетписова

докторант

Астраханский государственный технический университет

Рассмотрены индикаторы управления инвестиционной привлекательностью на промышленных предприятиях. Предложенная методика определения рейтинга дает возможность увидеть структуру общей оценки инвестиционной привлекательности.

Ключевые слова: индикаторы, инвестиционная привлекательность, оценка стратегического управления.

Основной целью инвестиционной деятельности является обеспечение реализации наиболее эффективных форм вложения капитала, направленных на расширение экономического потенциала предприятия, поэтому особое внимание каждый хозяйствующий субъект должен уделять своей инвестиционной привлекательности.

Под инвестиционной привлекательностью объекта (страны, отрасли, предприятия, актива) понимается предпочтительность вложения средств в данный объект по сравнению с другими, исходя из интересов инвесторов. Тогда оценка инвестиционной привлекательности есть определение меры целесообразности вложения средств, используемой для сравнения объектов и выбора из них лучшего с позиций определенной группы инвесторов.

Инвесторы характеризуются разнообразием инвестиционных предпочтений, которые, в свою очередь, предопределяются альтернативностью основных критериев вложений - доходности и риска, а также разных временных горизонтов и видов вложения, формы участия в бизнесе, отношения к социальным последствиям инвестирования и т.д. В зависимости от названных предпочтений предлагается подразделять инвесторов, способных обеспечить предприятия капиталом, на следующие группы:

- А - инвесторы, приобретающие на длительный срок акции или облигации в процессе их размещения для получения дивидендов (процентов);

- В - инвесторы, приобретающие размещаемые предприятием акции с целью их последующей перепродажи по более высокой цене;

- С - инвесторы, покупающие акции с целью не только получения дивидендов, но и активного участия в выработке и финансировании стратегии развития компании с ориентиром на увеличение стоимости принадлежащей им собственности;

- D - инвесторы, финансирующие предприятия с целью последующей продажи их по более высокой стоимости;

- E - инвесторы, кредитующие конкретные реальные инвестиционные проекты предприятия-реципиента;

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

К системе оценочных характеристик и соответствующих показателей инвестиционной привлекательности предприятия предлагаются следующие требования:

- система показателей должна характеризовать, с одной стороны, позицию данного предприятия на рынке, с другой стороны - его внутреннюю среду, что позволит всесторонне оценивать состояние предприятия и динамику его изменения;

- показатели следует сгруппировать по признаку отражения в них более важных для инвестора характеристик риска и доходности;

- для оценки инвестиционной привлекательности предприятия необходимы не только текущие, но и перспективные показатели, имеющие существенное значение для инвесторов;

- показатели должны быть достоверными, их количество - достаточным и не избыточным;

- несмотря на разнонаправленность динамики отдельных показателей, система их оценки должна давать информацию для однозначного суждения о характеристиках инвестиционной привлекательности.

В числе характеристик инвестиционной привлекательности предприятия можно выделить следующие:

- рыночные позиции предприятия, оценка которых делается на основе динамики выручки от реализации продукции, изменения рыночной доли предприятия и его конкурентных позиций;

- финансовое состояние предприятия, которое дает возможность, прежде всего, судить о его платежеспособности и доходности. Финансовое состояние интересует инвесторов всех типов, хотя некоторые из них акцентируют внимание на платежеспособности, другие - на доходности предприятия;

- уровень управления предприятия маркетингом предприятия - важнейшей функциональной части общей системы управления предприятием.

Для оценки финансового состояния предприятия с позиций инвесторов авторы предлагается использовать наиболее значимые для инвестора показатели, характеризующие доходность (динамика прибыли, рентабельность) и платежные возможности предприятия (финансовая устойчивость, ликвидность, а также оборачиваемость, обуславливающая скорость возврата вложенных денежных средств)¹.

Таблица 1. Показатели финансового состояния предприятия

Группа инвесторов	Показатели доходности	Показатели платежеспособности
Инвесторы-собственники	Рентабельность собственного капитала, рентабельность продаж, динамика чистой прибыли на акцию, доля дивиденда в чистой прибыли на акцию	Коэффициент покрытия текущими активами краткосрочных обязательств, коэффициент финансовой независимости, оборачиваемости имущества, коэффициент покрытия прибылью суммы уплачиваемых процентов
Инвесторы-кредиторы	Рентабельность имущества, рентабельность продаж, рентабельность инвестированного капитала, динамика прибыли до уплаты процентов и налогов	Промежуточный коэффициент ликвидности, коэффициент финансовой независимости, коэффициент оборачиваемости имущества, показатель покрытия прибылью суммы уплачиваемых процентов, коэффициент отношения чистого денежного потока к долгосрочным обязательствам

Эта характеристика особенно важна для инвесторов групп А, Е и F, а инвесторы группы С, ориентированные на установление собственных принципов и правил управления, могут не учитывать ее в оценках привлекательности вложений;

- открытость информации - необходимое условие принятия решения о вложении для всех инвесторов. Поэтому все привлекаемые к оценке показатели должны быть доступны внешнему пользователю, т.е. содержаться во внешней отчетности, отражаться в опубликованных материалах либо свободно предоставляться менеджерам предприятия, стремящимся продемонстрировать уровень его привлекательности инвесторам.

Инвестиционная стоимость предприятия определяется на основе свободного денежного потока с использованием метода дисконтирования будущих доходов. Она должна быть интересна инвесторам - держателям акций предприятий, так как определяет капитализированный доход как результат наращивания курсовой стоимости акций. Так, для инвесторов группы В наиболее привлекательным будет вложение в предприятие, чья инвестиционная стоимость превышает рыночную (определенную через котировки); для инвесторов групп С и D - чья стоимость при условии инвестирования предприятия в процессе роста обеспечит требуемый доход; инвесторы группы Е, кредитующие предприятия под залог пакета его акций, предпочитают вложения в предприятие, стоимость которого имеет тенденцию к повышению, а рыночная стоимость залогового пакета акций компенсирует потерю при невозвращении долга.

Система показателей оценки финансового состояния предприятия-реципиента формируется с учетом особенностей двух укрупненных групп инвесторов: 1) вкладчиков в его акции; 2) покупателей облигаций компании, банков, предоставляющих инвестиционный кредит, государства. Первая группа инвесторов - инвесторы-собственники, вторая - инвесторы-кредиторы. Предложенные частные показатели финансового состояния нашли отражение в табл. 1.

Как уже было показано выше, не существует абстрактного понятия инвестиционной привлекательности предприятия. Она должна оцениваться с точки зрения интересов разных групп инвесторов: собственников, кредиторов, акционеров, органов власти и управления всех уровней².

Для инвесторов-собственников к числу наиболее важных оценочных показателей следует отнести показатели доходности: рентабельность собственного капитала, рентабельность продаж, динамика чистой прибыли на акцию, доля дивидендов чистой прибыли и платежеспособности, коэффициент покрытия текущими активами краткосрочных обязательств, коэффициент финансовой независимости, оборачиваемость имущества. Также важны рыночные позиции предприятия, определяемые долей предприятия на

¹ Золотогоров В.Г. Инвестиционное проектирование: Учеб. пособие. М., 2004.

² См.: Беренс В., Хавранек П.М. Руководство по оценке эффективности инвестиций. М., 1995; Виленский П.Л., Лившиц В.П., Смоляк С.А. Оценка эффективности инвестиционных проектов. Теория и практика: Учеб. пособие. 3 изд., испр. и доп. М., 2004; и др.

отдельных сегментах рынка и динамикой объемов продаж, эффективность маркетинговых действий и инвестиционная стоимость предприятия.

Для инвесторов-кредиторов наиболее значимыми будут показатели рентабельности, динамики прибыли до уплаты процентов и налогов, показатели платежеспособности как коэффицициент финансовой независимости, показатель покрытия прибылью суммы уплачиваемых процентов, коэффициент отношения чистого денежного потока к долгосрочным обязательствам, перспективы рыночных позиций предприятия, информационная прозрачность, инвестиционная стоимость предприятия.

Для однозначного суждения об уровне финансового состояния, но с учетом предпочтительности для инвесторов показателей доходности или платежеспособности предложено использовать интегральный показатель инвестиционной привлекательности предприятия по его финансовому состоянию (*Iunn*), вычисляемый по формуле

$$Iunn = ai E Ki/Kio + aj E Kj/Kjo,$$

где *Ki* и *Kj*- соответственно, фактически достигнутые предприятием группы доходности и платежеспособности;

Kio, *Kjo* - рекомендуемые значения показателей доходности и платежеспособности;

ai, *aj* - значимость групп показателей для инвесторов. Для инвесторов, предпочитающих в большей степени доходности, *ai* > 0,5; для инвесторов, предпочитающих надежность, *aj*>0,5. При равенстве предпочтений *ai=aj=0,5*.

Необходимой предпосылкой результативности менеджмента в целом является соответствующий

уровень управления маркетингом. Методика исходит из того, что систему управления маркетингом следует рассматривать через слагаемые: а) управление деятельностью (маркетинговое управление, т.е. принятие всех управленческих решений с учетом требований рынка); б) управление функцией (формирование маркетинговой системы); в) управление спросом (анализ рынка, формирование и реализация комплекса маркетинга).

Для оценки информационной прозрачности предприятия используется факт размещения (или отсутствия) финансовых отчетов и пояснений к ним на сайте Интернета, принадлежащем Независимой ассоциации участников фондового рынка (НАУ-ФОР) и всемирно известной консалтинговой фирме Ernst & Young. В зависимости от объема раскрываемой информации сгруппированы компании-эмитенты:

- готовые раскрывать информацию о себе в полном объеме для пользователей сайта;
- представляющие на сайт всю необходимую информацию, но с этими эмитентами не заключено соглашение об информационном сотрудничестве;
- представляющие в полном объеме квартальные отчеты;
- не поставляющие полной информации, а лишь выборочно, при наличии контактной информации;
- компании, по которым имеется только контактная информация и публикуются корпоративные новости.

Интегральная оценка инвестиционной привлекательности должна позволять сравнивать пред-

Таблица 2. Методика формирования рейтинга инвестиционной привлекательности предприятий

Характеристика инвестиционной привлекательности	Категория рейтинга и условия ее присвоения		
	А	В	С
Рыночные позиции (динамика выручки)	Темп изменения положительный, не ниже среднего значения по ведущим предприятиям данной отрасли промышленности	Выручка растет, но годовые темпы ниже средних значений ведущих предприятий	Объем продаж стабилен
Финансовое состояние	Интегральный показатель финансового состояния находится на эталонном уровне, который определен по рекомендуемым значениям всех частных показателей	Интегральный показатель финансового состояния не > 15% ниже рекомендуемого уровня	Интегральный показатель финансового состояния до 15% и более не достигает рекомендуемого уровня
Уровень маркетинга	Интегральная характеристика уровня маркетинга соответствует эталону	Интегральная характеристика уровня маркетинга до 40% ниже эталона	Интегральная характеристика уровня маркетинга ниже эталонного более чем на 40%
Информационная прозрачность	Наличие размещенной на сайте информации о предприятии в полном объеме	Наличие на сайте выборочной информации о предприятии	Отсутствие размещенной информации о предприятии
Инвестиционная стоимость	Тенденция значительного роста	Тенденция незначительного роста	Не имеет тенденции к росту
Инвестиционный риск	Низкий	Средний	Высокий

приятия-реципиенты для выбора наиболее предпочтительного для инвестора и давать возможность оценивать изменение инвестиционной привлекательности каждого предприятия во времени.

В большей степени указанным целям соответствует рейтинговая оценка, основанная на определении категории привлекательности (А - высшая степень, В - средняя степень, С - низшая степень, Д - неблагоприятно) в зависимости от меры приближения каждой характеристики инвестиционной привлекательности к требуемому уровню (табл. 2).

Итоговый рейтинг инвестиционной привлекательности предприятия будет выражен формулой (ААВВ, ВВВС и т.д.) в зависимости от уровня привлекательности каждой ее характеристики. Он дает возможность пользователю увидеть структуру общей инвестиционной привлекательности.

Инвесторы, вкладывающие средства с намерениями активного участия в управлении предприятием, будут в наибольшей степени ценить достигнутые рыночные позиции предприятия и его финансовое состояние, прежде всего - платежеспособность. Инвесторы, приобретающие размещаемые предприятием акции с целью их последующей перепродажи по более высокой цене, будут полагаться лишь на инвестиционную стоимость, прогнозы ее роста и могут вовсе не учитывать другие характеристики инвестиционной привлекательности.

Построение рейтинга инвестиционной привлекательности предприятий было проведено при соблюдении требования учета в нем: а) названных характеристик инвестиционной привлекательности; б) интересов разных групп инвесторов; в) возможности сравнения предприятий-реципиентов; г) возможности оценить изменения инвестиционной привлекательности каждого предприятия во времени (для выбора наиболее предпочтительного для инвестора).

Предложенная методика определения рейтинга дает возможность увидеть структуру общей оценки инвестиционной привлекательности. При желании получить однозначное суждение о риске вложения инвестор может выполнить ранжирование предприятий, заменив категорию рейтинга соответствующим баллом (от 1 до 3).

Дополнительно появится возможность учесть веса отдельных слагаемых, отражающие предпочтения инвесторов. Так, инвесторы группы С, вкладывающие средства с намерениями активного участия в управлении предприятием, будут в наибольшей степени ценить достигнутые рыночные позиции предприятия и его финансовое состояние (прежде всего платежеспособность),

инвесторы группы В будут полагаться лишь на инвестиционную стоимость, прогнозы ее роста и могут вовсе не учитывать характеристики инвестиционной привлекательности, включенные в рейтинг.

Реальная стоимость (внутренняя стоимость) - объективная оценка инвестиционного потенциала предприятия. Рыночная стоимость - стоимость, сложившаяся на сегодняшний момент на рынке. Различия в этих оценках состоят в том, что первая показывает стоимость предприятия независимо от сегодняшней конъюнктуры рынка, а вторая учитывает ее, действует в течение более продолжительного времени, а рыночная оценка показывает стоимость на конкретную дату. Эти оценки при определенных условиях могут значительно различаться. Например, при "нераскрытости" продукции и, следовательно, неполном использовании потенциала предприятия рыночная стоимость акций может существенно отличаться от их реальной стоимости, т.е. той, которая установится через определенное время, когда предприятие будет работать в полную мощность.

Реальную стоимость предприятия можно разделить на три элемента: рыночную цену имущества, кредиторскую задолженность в широком смысле и сумму дисконтированного дохода. Причем первая и третья складываются, а вторая вычитается. Вторая и третья составляющие зависят от периода времени. Чем более длителен этот период, тем более приблизительна их оценка.

Под рыночной ценой имущества предприятия понимается рыночная стоимость основных средств, нематериальных активов, материальных запасов и затрат, финансовых вложений, денежных средств, дебиторской задолженности. Учитывая то, что эта оценка отличается от балансовой, стоимость основных средств и нематериальных активов должна быть дана по ценам возможной реализации. Учетная стоимость материальных запасов и затрат незначительно отличается от рыночной, поэтому корректировка по этой статье является излишней.

Величина финансовых вложений корректируется с учетом получения прибыли от них, а также инфляции (корректировка в обе стороны: увеличения и уменьшения).

Величина денежных средств и прочих ликвидных активов остается неизменной. Дебиторская задолженность должна быть также уменьшена на величину безнадежной и незначительно увеличена на величину реальных к получению штрафных санкций.

Под третьей составляющей понимаются краткосрочные кредиты и займы, долгосрочные кре-

диты и займы, кредиторская задолженность. Все отсроченные выплаты (погашение кредитов, оплата процентов) также дисконтируются.

Приведение будущих сумм как в случае получения дохода, так и в случае погашения кредита осуществляется с применением дисконта в размере среднего банковского процента.

Анализ производится на основе показателей рентабельности (доходности). Для этого определяется, в первую очередь, расчетный период, исходя из длительности осуществляемых предприятием проектов на основе бизнес-плана. После этого определяется величина ежегодной прибыли предприятия и рассчитываются показатели рентабельности. Устанавливаются важнейшие взаимосвязи этих показателей (соотношение их частей, а также соотношение самих показателей). Затем с помощью расчета рентабельности собственного капитала и эффекта финансового рычага выясняется наличие резервов роста рентабельности и дается оценка возможности использования этих резервов для роста прибыли.

Далее будущие доходы приводятся к сегодняшней оценке. Стоимость имущества складывается с приведенными доходами, вычитаются приведенные расходы по кредитам, и получается реальная, или внутренняя, стоимость предприятия.

$Vн. Ст. П = Ст. Им + Пр_{прив} - (КЗ + Проц_{прив})$,
где $Vн. Ст. П$ - внутренняя стоимость предприятия;

$Ст. Им$ - стоимость имущества;

$Пр_{прив}$ - прибыль приведенная;

$КЗ$ - кредиторская задолженность;

$Проц_{прив}$ - проценты по кредиторской задолженности приведенные.

При этом прибыль приведенная рассчитывается на основе показателя рентабельности собственного капитала, полученного в окончательном виде, с учетом мобилизации возможных резервов:

$$Rck = R'ck + 2d \cdot (Pez^1 + Pez^2),$$

$$Пр_{прив} = Rck \cdot СК \cdot (1 / (1 + \varepsilon)^1 + 1 / (1 + \varepsilon)^2 + 1 / (1 + \varepsilon)^3 + \dots + 1 / (1 + \varepsilon)^t) = СК \cdot (R'cK + 2d \cdot (Pez^1 + Pez^2)) \cdot (1 / (1 + \varepsilon)^1 + 1 / (1 + \varepsilon)^2 + 1 / (1 + \varepsilon)^3 + 1 / (1 + \varepsilon)^t),$$

где $Пр_{прив}$ - прибыль приведенная;

Rck - рентабельность собственного капитала, скорректированная на резервы;

$СК$ - величина собственного капитала;

$R'ck$ - рентабельность собственного капитала в момент анализа;

ε - процентная ставка дисконта, по которой приводится величина прибыли;

t - прогнозируемый период, лет;

d - доля приобретаемого капитала предприятия;

Pez^1, Pez^2 - резервы, мобилизуемые при оптимальном соотношении коммерческой маржи и ко-

эффициента трансформации и заемных средств, соответственно.

В свою очередь, возможность получения прибыли напрямую зависит от того, будет ли работать предприятие в будущем или оно будет ликвидировано вследствие устойчивой неплатежеспособности. Поэтому инвестор, приобретая акции неплатежеспособного предприятия, рискует остаться без прибыли, которую мы обозначили как прибыль приведенную. Следовательно, оценивая возможности получения прибыли в целях расчета внутренней стоимости предприятия, необходимо величину $Пр_{прив}$ скорректировать на вероятность ее получения.

В качестве коэффициента корректировки можно использовать отношение показателя текущей ликвидности, сложившегося в момент анализа, к его нормативному значению:

$$Kфm_{риска} = KТЛтек / KТЛнорм,$$

где $KТЛтек$ - коэффициент текущей ликвидности на предприятии в пределах нормативного значения;

$KТЛнорм$ - нормативное значение коэффициента текущей ликвидности.

Собирая воедино все возможные корректировки величины прибыли, получаем прибыль, приведенную в виде

$$Пр_{прив} = СК \cdot (R'ck + 2d \cdot (Pez^1 + Pez^2)) \cdot Kфm \cdot (1 / (1 + \varepsilon)^1 + 1 / (1 + \varepsilon)^2 + 1 / (1 + \varepsilon)^3 + \dots + 1 / (1 + \varepsilon)^t).$$

Управление инвестиционной стоимостью может осуществляться через воздействие на факторы роста стоимости предприятия (табл. 3).

Управление величиной свободного денежного потока рекомендуется вести следующим образом:

- через отбор инвестиционных проектов с внутренней нормой доходности, превышающей текущее значение рентабельности инвестиционного капитала, что обеспечит рост свободного денежного потока и стоимости;

- снижение издержек предприятия, определяющих величину чистой операционной прибыли;

- повышение нормы накопления прибыли для увеличения внутренних темпов роста, что должно обосновываться и согласовываться с инвесторами, поскольку снижает сумму выплачиваемых дивидендов. При этом величина свободного денежного потока растет во времени, повышается инвестиционная стоимость.

Управление ценой используемого капитала возможно посредством:

- поиска доступных и приемлемых источников инвестиционного капитала и оптимизации его структуры, обеспечивающих минимальную средневзвешенную цену;

**Таблица 3. Результат расчета инвестиционной стоимости
в процессе управления инвестиционной привлекательностью, тыс. тенге**

Показатели	Варианты инвестиционных решений		
	1	2	3
Внутренняя норма доходности инвестиционных проектов, %	32,0	26,0	18,0
Снижение издержек производства в результате инвестиций, %	5,0	6,0	4,0
Сумма выплачиваемых дивидендов	8,0	7,0	5,0
Доля заемного капитала в инвестициях, %	30,0	20,0	
Цена заемного капитала	15,0	18,0	-
Инвестиционный риск	10,0	8,0	15,0
Жизненный цикл проекта, лет	5	5	5
Индекс инвестиционной стоимости	1,87	1,67	1

- снижения цены капитала на основе минимизации инвестиционных рисков, т.е. величины платы за риск, определяемой состоянием ряда характеристик инвестиционной привлекательности предприятия.

Названные направления должны рассматриваться в комплексе, обеспечивая тем самым эффективное достижение целей управления инвестиционной привлекательностью.

Поступила в редакцию 07.12.2008 г.