

**Некоторые методические рекомендации по разработке экспертной
оценки качественных факторов инвестиционной привлекательности
предприятия**

Некоторые методические рекомендации по разработке экспертной оценки качественных факторов инвестиционной привлекательности предприятия

Статья посвящена проблеме оценки инвестиционной привлекательности предприятия на основании ее качественных факторов. В статье раскрывается классификация факторов инвестиционной привлекательности предприятия, их взаимосвязь с инвестиционной привлекательностью региона и отрасли, описываются некоторые рекомендации по разработке экспертной оценки, а также обосновывается актуальность данного вопроса в сложившихся условиях кризисной экономики.

Ключевые слова: инвестиционная привлекательность предприятия, факторы инвестиционной привлекательности предприятия, принятие инвестиционных решений.

Вопрос определения объекта инвестирования является наиболее сложным при осуществлении инвестиционной деятельности. Инвестор стремится отобрать такие объекты инвестирования, которые будут иметь наилучшие перспективы развития, а также будут обеспечивать максимальную эффективность вложений.

Очевидно, что выбор объектов для инвестирования должен осуществляться по следующему критерию: максимум доходности при наименьших затратах средств и времени. Кроме того, потенциальный объект инвестирования, при наличии значительного дохода, должен характеризоваться минимальным уровнем риска. Основой выбора объектов инвестирования с учетом указанных выше критериев является оценка инвестиционной привлекательности предприятия.

Как известно, наиболее распространены следующие виды инвестиционной привлекательности (классификация по объектам инвестирования [1]):

- инвестиционная привлекательность страны;
- инвестиционная привлекательность региона;
- инвестиционная привлекательность отрасли;
- инвестиционная привлекательность предприятия.

Наиболее интересной, сложной и малоизученной проблемой является оценка инвестиционной привлекательности предприятия.

Основной причиной «сложности» и «трудоемкости» данного процесса является множественность трактовок самого понятия «инвестиционная при-

влекательность предприятия», а также отсутствие единого комплексного подхода к ее оценке. Тем не менее, проблема оценки инвестиционной привлекательности действующих компаний, отбора наиболее эффективно работающих и принятия взвешенных и продуманных инвестиционных решений является ключевой для современного этапа отечественной экономики. Важность данной проблемы определена возникшими в последние несколько месяцев кризисными явлениями в сфере кредитования, сфере облигационных займов, а также критическим уровнем падения фондового рынка.

По мнению многих аналитиков, кризис свел на нет все возможности компаний по привлечению средств для финансирования своей деятельности. В условиях сокращения заемных ресурсов в банковском секторе это неизбежно приведет к сокращению объемов производства в ряде отраслей, а также к банкротству некоторых компаний. Очевидно, что особую роль в условиях кризиса приобретает риск-менеджмент, построенный на системе эффективно работающих показателей. Как показывает практика, в современных условиях не достаточно просчитывать потенциальный доход от осуществления той или иной инвестиционной сделки (например, осуществлять расчет показателей доходности акций и облигаций). Особую роль в современных условиях приобретает оценка рисков, которая может строиться как на системе количественных показателей, так и на системе оценки качественных факторов инвестиционной привлекательности.

Оценка инвестиционной привлекательности на основе количественных показателей является достаточно распространенной моделью принятия управленческих решений. В частности, аналитики и эксперты часто используют методы финансового анализа для определения объектов инвестирования (кредитования). Всем известны такие методы, как горизонтальный и вертикальный анализ, трендовый анализ, анализ относительных коэффициентов, сравнительный и факторный анализ, а также некоторые другие [2]. В то же время, большинство аналитиков согласится с утверждением о том, что даже самый развернутый финансовый анализ не позволяет сформировать полноценное мнение о компании и принять решение о выборе объекта инвестирования.

Крайне важным моментом при отборе предприятий в качестве объектов инвестирования, является учет качественных факторов его инвестиционной привлекательности. Учет данных факторов невозможно провести с помощью известных математических моделей, что в существенной степени усложняет процесс принятия управленческих решений. С другой стороны, отказ от учета такого рода факторов существенно упрощает инвестиционную оценку, повышает возможности допущения ошибки при отборе объектов инвестирования, а значит – увеличиваются риски.

Рассмотрим основные факторы инвестиционной привлекательности с целью определения наиболее существенных из них. Как уже отмечалось, инвестиционная привлекательность может определяться на уровне страны, региона, отрасли и предприятия. В связи с тем, что объектом исследования является инвестиционная привлекательность предприятия, мы рассмотрим бо-

лее подробно именно факторы, являющиеся ключевыми при определении предприятия в качестве объекта инвестирования. В тоже время, важно понимать, что на инвестиционную привлекательность отдельного предприятия оказывают влияние факторы инвестиционного риска и потенциала региона, отрасли, а также страны. Так, например, при характеристике инвестиционной привлекательности региона, экономисты часто выделяют следующие существенные факторы:

§ характеристика экономического потенциала (обеспеченность природными ресурсами, экономический потенциал, уровень обеспеченности трудовыми и энергоресурсами и прочее);

§ общие условия хозяйствования;

§ зрелость рыночной среды в регионе (развитость рыночной инфраструктуры, инфляция, конкурентная среда предпринимательства и прочее);

§ политические факторы;

§ социальные и социокультурные факторы;

§ организационно-правовые;

§ финансовые.

При выборе отраслевых направлений инвестирования необходимо руководствоваться следующими группами факторов (критерии принятия решения [3]):

1. Рыночные.
2. Конкуренция.
3. Барьеры для вхождения в отрасль.
4. Барьеры выхода предприятия из отрасли.
5. Взаимоотношения с поставщиками.
6. Потенциал роста отрасли.
7. Степень регулирования отрасли со стороны органов власти.
8. Технологические факторы.
9. Социальные факторы.

Конечно, указанные выше факторы лишь косвенно влияют на объекты инвестирования, однако в случае отказа от их анализа, инвестор может упустить существенные тенденции в отрасли и принять необоснованное инвестиционное решение. Так, например, многие годы к числу отраслей, характеризующихся высокой инвестиционной привлекательностью, эксперты относили отрасль черной металлургии. Под воздействием кризиса в стране, предприятия данной отрасли столкнулись со значительными трудностями в сфере реализации собственной продукции (с аналогичными сложностями столкнулись металлотрейдеры – компании, специализирующиеся на оптовой и розничной торговле металлопрокатом) в связи со снижением спроса на их продукцию. В ближайшие полгода эксперты не прогнозируют существенного улучшения ситуации в отрасли, соответственно, следующим фактором снижения инвестиционной привлекательности данных предприятий будет отрицательная динамика кредитоспособности компаний и проблемы в рефинансировании ссудной задолженности. Это лишь один из примеров необходимости учета отраслевых факторов.

Перейдем к более подробному рассмотрению факторов инвестиционной привлекательности непосредственно предприятий. Необходимо отметить, что существуют различные классификации и градации по степени важности данных факторов, однако целесообразно привести наиболее обобщающую систематизацию факторов инвестиционной привлекательности с целью дальнейшей разработки комплексной экспертной оценки на ее базе. Рассмотрим следующие факторы:

1. Степень перспективной стабильности функционирования предприятия. Данная группа факторов отражает прогнозируемые возможности сбыта продукции и обеспечения высокого уровня использования производственных мощностей предприятия, что является необходимым условием высокой эффективности инвестиций [4]. Анализ показывает, что к этой группе факторов относятся:

- Ø стабильность спроса на данную продукцию на внутреннем рынке;
- Ø возможность сбыта продукции по экспорту;
- Ø прогнозируемый уровень использования производственных мощностей предприятия;
- Ø гарантированность обеспечения предприятия сырьем, материалами, энергетическими и трудовыми ресурсами;
- Ø доля, занимаемая предприятием на рынке, а также прогнозное значение данного показателя;
- Ø уровень ценовой политики и ценовой конкуренции предприятия.

Также при рассмотрении данной группы факторов особое внимание следует уделить планам развития предприятия. Информацию о дальнейших планах развития предприятия найти крайне сложно, однако, если предприятие заинтересовано в повышении своей инвестиционной привлекательности, такая информация находится в свободном доступе. Поэтому для аналитика или инвестора крайне важной задачей является выяснение объективных и реальных планов развития предприятия, а также информации касательно наличия у объекта исследования производственной базы для реализации поставленных задач.

2. Степень применения инновационных решений в технологии производства и оборудовании. Данная группа факторов характеризует для инвестора потенциальные возможности предприятия обеспечить высокую конкурентоспособность намечаемой к выпуску продукции как по показателям ее качества, так и по прогнозируемому уровню цен. Проведенный анализ приводит к выводу о целесообразности выделения в этой группе следующих факторов, отражающих влияние технического прогресса (4):

- Ø использование в технологическом процессе оборудования и режимов работы, в которых применены новейшие достижения мировой науки и техники;
- Ø соответствие параметров продукции требованиям потребителей и ее высокая конкурентоспособность;
- Ø возможность реализации продукции по ценам, не превышающим мировой уровень и обеспечивающим рентабельность производства не ниже

среднеотраслевого уровня;

Ø обеспечение строгого соблюдения законодательства об охране окружающей среды.

3. Система взаимоотношений предприятия с контрагентами. Данная группа факторов определяет эффективность функционирования объекта исследования в рамках его «делового окружения», а именно:

- ✓ наличие у компании налаженных взаимосвязей с поставщиками;
- ✓ наличие у предприятия диверсифицированной структуры сбыта;
- ✓ наличие взаимосвязанных структур, объединенных холдинговой иерархией;

- ✓ положительная / отрицательная деловая репутация предприятия;

- ✓ положительная / отрицательная кредитная история компании.

4. Ожидаемая эффективность инвестиций. Данная группа факторов непосредственно связана с доходностью инвестиций и отдачей на вложенный капитал. Чаще всего оценка таких факторов производится на базе расчета приведенной стоимости будущих денежных доходов, полученных от вложения в то или иное предприятие. При анализе данной группы факторов особое внимание следует обратить на дивидендную историю, а также на купонные выплаты в случае проведения оценки облигаций. История дивидендной политики является наиболее ярким свидетельством и индикатором доходов, которые инвесторы будут получать в виде дивидендов на приобретенные акции. Информация о дивидендной политике предприятия чаще всего содержится в ежеквартальных отчетах.

5. Факторы корпоративного управления. Данная группа факторов объединяет систему корпоративного управления, качество раскрытия информации для инвесторов о планах деятельности акционерных обществ, степень «прозрачности» их отчетных данных, состав акционеров и менеджмента предприятия. Степень защиты прав крупных и миноритарных акционеров определяется содержанием и эффективностью применения законодательных актов о системе корпоративного управления, обеспечивающей инвесторам уверенность в их возможности активно влиять на производственно-хозяйственную деятельность промышленных предприятий и, соответственно, на ее финансово-экономические результаты. При рассмотрении корпоративной системы предприятия ключевое значение имеет распыленность капитала. Если основная доля акций сосредоточена в руках одного крупного собственника, то у потенциального инвестора нет никакой возможности осуществить инвестиции посредством приобретения акций. С другой стороны, если у предприятия высокая распыленность капитала и имеется высокая доля акций, размещенных у физических лиц (например, работников предприятия), то возможность осуществления инвестиций в такое предприятие и приобретения его акций значительно возрастает. В отдельных случаях есть потенциальная возможность приобрести контрольный пакет акций, что играет решающую роль при выборе инвестиционно привлекательного предприятия.

Приведенная выше классификация факторов инвестиционной привлекательности объединяет большинство наиболее существенных качественных

критериев принятия инвестиционного решения. Однако оценить данные факторы с помощью количественных показателей и коэффициентов не представляется возможным. Тем не менее, отказ от оценки факторов инвестиционной привлекательности может привести к существенным ошибкам в принятии решения о выборе объекта инвестирования.

Так, например, инвестор при определении предприятия, акции которого он предполагает приобрести, должен располагать полной информацией о данном предприятии. Соответственно, аналитикам и инвесторам требуется проводить обширную работу по сбору информации касательно:

- основной деятельности предприятия;
- качества и рынков сбыта готовой продукции;
- конкурентной позиции эмитента;
- применяемых на производстве технологий;
- наличия производственных мощностей;
- будущих планов развития предприятия;
- состава акционеров и менеджмента компании и прочие существенные факторы, оказывающие непосредственное влияние на деятельность компании.

В тоже время, чтобы собрать и оценить указанную выше информацию инвесторам требуется доступ к различным информационным источникам. Еще более сложной задачей является сравнение нескольких объектов инвестирования по указанным выше признакам.

Так, например, компания А имеет значительный производственный потенциал, налаженную продуктовую линию, деловую репутацию, а также широкий рынок сбыта. При этом, у компании имеет единственный акционер, не желающий допускать к управлению собственным бизнесом новых инвесторов. Компания Б является молодой и развивающейся. Она располагает меньшим производственным потенциалом, не располагает деловой репутацией и только начинает продвижение собственной продукции на рынке. В тоже время, с учетом дефицита собственных ресурсов, собственники компании заинтересованы в привлечении сторонних инвесторов в целях развития бизнеса. Каким образом определить, какая из указанных выше компаний характеризуется большей инвестиционной привлекательностью с точки зрения качественных факторов? Провести анализ одного предприятия на основании выявления его ключевых факторов инвестиционной привлекательности возможно, однако провести подобный сравнительный анализ нескольких объектов инвестирования крайне затруднительно, так как характеристика каждого отдельного фактора инвестиционной привлекательности нескольких предприятий будет давать противоречивый результат. Более того, такого рода качественный анализ будет крайне трудоемким и длительным во времени.

Наиболее оптимальным и распространенным решением поставленной задачи является разработка и реализация экспертной оценки, которая позволяет учесть наиболее важные факторы инвестиционной привлекательности при принятии решения о выборе объекта инвестирования.

Важно отметить, что анализ приведенных выше факторов инвестици-

онной привлекательности предприятия позволяет инвестору принять объективное решение и в конечном итоге приводит к осуществлению эффективных инвестиций в российскую экономику. Однако оценить данное влияние возможно только с помощью эффективной системы экспертных оценок.

Важно понимать, что каждый аналитик и инвестор самостоятельно для себя производит отбор и группировку наиболее существенных факторов инвестиционной привлекательности. Автор статьи предлагает следующую наиболее общую группировку, в рамках которой будет предложена система экспертных оценок.

Группа показателей	Перечень показателей
1 Группа	Организационная структура управления
	Корпоративная структура компании
2 Группа	Положение в отрасли и конкурентная среда вокруг компании
	Производственный потенциал бизнеса компании
3 Группа	Финансово-экономическое состояние компании

Рассмотрим более подробно приведенные выше группы показателей.

1. Организационная структура управления компании включает в себя:

▼ структуру управления, определяющую иерархию и должностную ответственность внутренних подразделений и сотрудников компании;

▼ квалификацию и должностное соответствие сотрудников компании требованиям, предъявляемым собственником бизнеса;

▼ систему документооборота, охватывающую бухгалтерский, налоговый, управленческий и финансовый учет;

▼ систематизированную базу данных о финансово-хозяйственной и производственной деятельности компании за предыдущие отчетные даты.

Практика показывает, что организационная структура управления оказывает влияние на формирование инвестиционной привлекательности предприятия.

2. Корпоративная структура включает:

▼ структуру акционерного капитала компании, раскрывающую распределение акций между акционерами;

▼ структуру собственности компании: филиалы и представительства, доли участия в уставных капиталах дочерних и зависимых компаний, долгосрочные финансовые вложения;

▼ структуру дружественных организаций: вхождение в финансово-промышленные группы, холдинги, аффилированные компании.

Влияние корпоративной структуры на формирование инвестиционной привлекательности предприятия значительно сильнее фактора организационной структуры управления. Это влияние усиливается, когда компания владеет высоколиквидной собственностью: долгосрочными финансовыми вложениями, долями участия и т.д. Причем чем более ликвидными активами владеет компания, тем рыночная стоимость ее акций выше.

В настоящее время многие компании из-за нежелания платить налоги открывают оффшорные дочерние фирмы, на счета которых перечисляют прибыль, а иногда и выручку. Вывод капитала компании в офшоры – существенный фактор, влияющий на инвестиционную привлекательность компании. В случае, если инвесторам (акционерам) становятся известны факторы вывода капитала или активов компании, как правило, спрос на акции снижается, а их рыночная стоимость падает.

2. Конкурентная среда вокруг компании-эмитента оказывает существенное влияние на оценку инвестиционной привлекательности предприятия. Однако это влияние происходит не прямо, а косвенно: чем выше конкуренция, тем уже сегмент рынка, который компания может охватить своей деятельностью и тем меньше потенциальные, а иногда и реальные доходы компании. Для оценки фактора конкурентной среды необходимо определить:

- ▼ долю рынка, занимаемую компанией;
- ▼ сильные и слабые стороны конкурентов;
- ▼ конкурентные преимущества и рыночные перспективы рассматриваемой компании.

Многое зависит от того, в какой рыночной нише и каким видом деятельности занимается компания. В некоторых случаях, даже если компания занимает небольшую долю рынка – она может процветать. И наоборот – если компания занимает монопольное положение – это не всегда означает, что ее бизнес является высокоприбыльным. Наиболее ярким примером, подтверждающим данный факт, являются некоторые предприятия отрасли энергетики, занимающие монопольное положение в регионе, но при этом осуществляющие убыточную деятельность по причине государственного регулирования тарифов для населения. Тем не менее, анализ производственной практики показывает, что высокий уровень монополизации отрасли со стороны предприятия-эмитента (потенциального объекта инвестирования) является существенным фактором, повышающим инвестиционную привлекательность предприятия.

4. Производственный потенциал бизнеса компании является одним из основных факторов, определяющих возможность, перспективу и горизонт развития бизнеса. Он показывает существенное влияние на формирование инвестиционной привлекательности предприятия. При оценке производственного потенциала бизнеса необходимо:

- ▼ определить наличие и срок действия лицензий и разрешений на осуществление основной производственной деятельности;
- ▼ определить запасы и источники основных видов сырья, используемые в основной деятельности;
- ▼ определить наличие, состояние и мощность основных и вспомогательных производственных фондов, эффективность их работы, способность удовлетворять требованиям компании;
- ▼ рассмотреть возможность расширения основной производственной деятельности, обновления фондов.

Помимо указанных выше факторов необходимо определить особенно-

сти используемых в производственной деятельности материалов, степень их уникальности и ограниченность доступа. Также необходимо дать четкую характеристику установившимся взаимоотношениям с поставщиками и покупателями, а соответственно: оценить качество дебиторской и кредиторской задолженности, установить наличие просрочек.

5. Финансово-экономическое состояние принято оценивать с помощью методов финансового анализа, которые не являются предметом статьи. В то же время, необходимо отметить, что не все аспекты финансово-экономической деятельности можно оценить с помощью методов и коэффициентов финансового анализа. С этой целью целесообразно в процессе проведения оценки инвестиционной привлекательности предприятия разработать и проанализировать ряд факторов инвестиционной привлекательности, таких как:

- ▼ риск ухудшения структуры активов и пассивов предприятия;
- ▼ наличие в структуре активов непрофильных и неликвидных активов;
- ▼ наличие у компании актуального бизнес-плана (краткосрочного / долгосрочного / среднесрочного), соответствующего текущим масштабам деятельности;
- ▼ наличие у предприятия скрытых убытков (потерь), степень капитализации получаемой предприятием прибыли и некоторые другие факторы.

Соответственно, в части экспертной оценки инвестиционной привлекательности предприятия фактор финансового состояния предприятия учитывается не только посредством коэффициентов, но и с помощью приведенных выше вопросов.

Дальнейшая разработка экспертной оценки зависит от целей и задач каждого конкретного инвестора. Приведенный перечень вопросов в каждой группе факторов является лишь примером и может быть дополнен неограниченным числом вопросов, которые имеют принципиально важное значение для принятия инвестиционного решения. При этом целесообразно на каждый из вопросов привести развернутый перечень ответов, который позволял бы подобрать подходящую характеристику для любого объекта инвестирования. Например, на вопрос касательно составляемой предприятием отчетности можно привести следующие варианты ответов:

1. Отчетность составляется ежеквартально, предоставляется с отметкой ИМНС, не содержит существенных ошибок.
2. Отчетность составляется ежеквартально, предоставляется с отметкой ИМНС, содержит несущественные ошибки, влияющие на расчет финансовых коэффициентов.
3. Отчетность составляется ежеквартально, предоставляется с отметкой ИМНС, содержит существенные расхождения актива и пассива, что приводит к некорректному расчету финансовых показателей.
4. Отчетность составляется ежеквартально, тем не менее, предприятие применяет упрощенную систему налогообложения, отметка ИМНС отсутствует, ошибки отсутствуют (незначительны).

5. Отчетность составляется ежеквартально, тем не менее, предприятие применяет упрощенную систему налогообложения, отметка ИМНС отсутствует, имеются существенные расхождения актива и пассива.

6. Компания является нерезидентом, отчетность составляется раз в год, отметка ИМНС отсутствуют, ошибки отсутствуют (незначительны).

7. Компания является нерезидентом, отчетность составляется раз в год, отметка ИМНС отсутствуют, имеются существенные расхождения актива и пассива.

Данный пример разработки экспертной оценки позволяет подобрать наиболее подходящий ответ. При этом целесообразно каждому ответу присвоить определенный балл, а каждому вопросу – определенный вес. Таким образом, в результате получаем шкалу экспертных оценок различных предприятий, позволяющую сравнивать различные объекты инвестирования.

В заключении хотелось бы отметить, что представленный автором вариант разработки экспертной оценки качественных факторов является лишь частью комплексной оценки инвестиционной привлекательности предприятия. Помимо разработки шкал экспертной оценки, также необходимо проведение комплекса работ в части создания эффективной системы финансового анализа объектов инвестирования, а также проведение оценки текущей и будущей стоимости предприятий. В целом вопрос оценки инвестиционной привлекательности предприятия является в недостаточной степени изученным и требует проведения углубленного факторного анализа.

Список используемой литературы:

1. Чапек В.Н. Инвестиционная привлекательность экономики России. – Ростов н/Д.: Феникс, 2006, с.56.

2. Ковалев В.В. Финансовый анализ. – М.: Финансы и статистика, 1996, с. 57-59.

2. Арнольд Глен. Инвестирование. Путеводитель от Financial Times: самый полный справочник по инвестированию и финансовым рынкам. – М.: Дело и Сервис, 2007, с. 315.

3. Волков А., Куликов М., Марченко А. Создание рыночной стоимости и инвестиционной привлекательности. – М.: Вершина, 2007, с. 172.

4. Гроскурт Й. Акции: методы анализа и оценки // Бизнес и банки. – М., 2001. – Апрель. - № 14, с. 7