

УДК 657.471.11:330.142.2:001.8

В.В. Степанов

ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОТЕНЦИАЛА ПРЕДПРИЯТИЯ

В статье рассмотрены 2 основные подхода к интерпретации понятия инвестиционного потенциала и предложены критерии и методика оценки инвестиционного потенциала предприятия.

Ключевые слова: инвестиционный потенциал, методика оценки.

У статті розглянуті 2 основні підходи до інтерпретації поняття інвестиційного потенціалу та запропоновано критерії та методіку оцінки інвестиційного потенціалу підприємства.

Ключові слова: інвестиційний потенціал, методіка оцінки.

In the article there are reviewed two main approaches to the interpretation of the concept of investment potential and proposed criteria and method of estimation of the investment potential of the company.

Keywords: investment potential, estimation methods.

Постановка проблемы. Согласно анализу Всемирного банка, сделанного в 2009 году, одной из важнейших причин кризиса экономики Украины, начавшегося в 2008 г., стало ухудшение условий торговли и репрофилирование потоков капитала [1]. Репрофилирование потоков капитала в украинской экономике означало стабильный отток капиталов компрадоров и

иностранных инвесторов в финансовый сектор, торговлю и посредничество [2]. Причём доля прямых иностранных инвестиций в основные фонды, которые обеспечивают развитие экономики, снизилась с 5,6 % в 2002 г. до рекордных 3,3 % в 2008 г. [3].

В периоды экономических кризисов и в первое время после них многие компании меняют своих собственников, акционеров, инвесторов [4]. Этот процесс связан с переоценкой рынком эффективности управления предприятием (капиталом). Инвестор считает невыгодным для себя вкладывать капитал в проекты с доходностью ниже «вчерашней», что приводит к постепенному оттоку (концентрации) капиталов в отраслях с более высокой доходностью. Это в свою очередь приводит к ситуации «перегрева экономики», известной также как «мыльный пузырь», в результате чего наступает «коррекция» – кризис. Кризис выявляет такие ошибочные стратегии инвестирования как оценка привлекательности предприятия только по уровню его прошлой и ожидаемой доходности. Это значит, что инвестиционная привлекательность предприятия должна определяться не только с учётом его ожидаемой доходности, но и других критериев.

Обзор последних исследований и публикаций. Внимание автора к данному вопросу привлекло то, что в изученных трудах отсутствуют методики практической оценки инвестиционного потенциала предприятия. Более того, лишь немногие авторы исследуют само понятие «инвестиционный потенциал» (например, [5, 6]), выделяя его как составную часть более широкого понятия «экономический потенциал». Автор считает, что вопросу инвестиционного потенциала предприятия, и тем более его оценке, не уделено должного внимания. При этом на практике инвесторам постоянно приходится оценивать инвестиционную привлекательность предприятия для принятия решения об инвестициях в него.

При разработке методики оценки любого показателя необходимо определиться с тем, в каких единицах данный показатель будет измеряться.

По мнению автора, взгляды на инвестиционный потенциал предприятия можно условно свести к двум основным:

1) инвестиционный потенциал предприятия как внутренние инвестиционные возможности предприятия;

2) инвестиционный потенциал предприятия как критерий инвестиционной привлекательности предприятия на рынке.

Не зависимо от конкретного толкования самих возможностей, первый взгляд рассматривает виды потенциала предприятия с позиции внутренних возможностей самого предприятия [5, 6, 7]. Тогда и оценка потенциала производится как оценка его возможностей – обычно в натуральных (производственного потенциала) или стоимостных единицах измерения (экономического потенциала) [6].

Второй взгляд рассматривает виды потенциалов предприятия как показатель его возможности удовлетворять интересы инвестора, причём определённого. Т.е. величина такого показателя будет разной для различных оценщиков. Такой показатель будет являть собой некий критерий привлекательности предприятия в определённом качестве для конкретного потребителя оценки. Тогда потенциал (кроме производственного, измерение которого исторически сложилось в натуральных единицах) оценивается не в натуральных или стоимостных единицах, а в неких условных единицах или процентах, подобно рейтингу. Такой взгляд можно встретить при оценке некоторых видов потенциала, например, инвестиционного потенциала [8], финансового потенциала [9], потенциала управления [10, 6], стратегического потенциала [11], рыночного потенциала [12].

Во всех приведенных выше трудах авторы рассматривают категорию «потенциал предприятия» как системную, т.е. сложную, состоящую из различных элементов и связей между ними. И если оценка экономического потенциала предприятия в стоимостных единицах логична (обусловлена его природой – отображением экономических возможностей) и имеет возможность интерпретации оценщиком, то оценка некоторых других видов потенциалов, входящих в состав экономического потенциала, в стоимостных единицах приводит к трудностям в интер-

претации полученных результатов. Именно такие затруднения практического применения оценки таких видов потенциалов как инвестиционного, финансового, кадрового и других, привели к попыткам авторов оценивать эти потенциалы в условных единицах или процентах. Инвестиционный потенциал не исключение – он также рассматривается как составная часть экономического потенциала предприятия – и, следовательно, его оценка в других единицах измерения кроме как условных, приведёт к трудностям практического применения полученных результатов. Поэтому автор считает, что оценивать инвестиционный потенциал предприятия следует в условных единицах.

Задача исследования. Задачей данного исследования является разработка методики оценки инвестиционного потенциала предприятия с учётом нескольких критериев, которые не менее важны для инвестора, как и критерий доходности инвестиций.

Основной материал исследования. Инвестиционный потенциал компании (фирмы) определяется потенциальным инвестором для выбора наиболее привлекательной компании для инвестирования, имеющей наибольшие возможности удовлетворять его инвестиционные ожидания. С учётом поставленной цели методика оценки инвестиционного потенциала будет строиться на оценке нескольких критериев с последующей интерпретацией результатов.

Первым и наиболее важным критерием инвестиционной привлекательности компании (а также критерием оценки инвестиционного потенциала) выступает её *инвестиционная прибыльность*, которую можно выразить следующим *коэффициентом* по формуле (1)

$$\lambda = \frac{F}{C}, \quad (1)$$

где λ – коэффициент инвестиционной прибыльности (далее *КИП*);

F – прибыль от инвестиций, ден. ед./год;

C – стоимость инвестиционных ресурсов, ден. ед.

КИП компанії по своїй суті близьок к таким показателям як норма прибутку (норма дисконта) или коэффициент капитализации, которые характеризуют соотношение между прибылью и стоимостью. В дальнейшем уже можно уточнять, какие именно показатели прибыли и стоимости следует использовать. Но эти показатели должны быть логически взаимосвязаны. Например, если один инвестор покупает всю компанию, то в качестве показателя F логично использовать прибыль *всей компании*, а значит в качестве показателя C следует использовать инвестиционную стоимость также *всей компании*. Если инвестор один из нескольких других, то для такого случая логично будет сопоставлять прибыль инвестора, фактически им полученную от его инвестиций, со стоимостью его инвестиций.

Как уже говорилось выше, не смотря на то, что КИП компании является одним из самых важных критериев оценки инвестиционного потенциала, он не должен являться для оценщика единственным. В результате моделирования логики оценки инвестиционной привлекательности со стороны потенциального инвестора, автор предлагает и другие показатели, которые по-разному характеризуют инвестиционную привлекательность вариантов. Важность таких дополнительных показателей усиливается в ситуации, когда КИП приблизительно равны для вариантов. Автор предлагает следующие критерии оценки инвестиционного потенциала компании:

- коэффициент управляемости компанией в результате сделанных инвестиций;
- коэффициент размерности компании и связанная с ней абсолютная величина прибыли (в денежном измерении);
- коэффициент размерности компании и связанный с ней риск диверсификации вложений;
- коэффициент сложности выполнения управленческих функций в объекте (-ах) инвестирования.

Оценка критериев должна выполняться в единой единице измерения. Так как основным показателем считается КИП, выраженный в абсолютные единицы, то и остальные показатели должны быть приведены к абсолютным единицам. Так как в со-

временных условиях величина КИП, как правило, не превышает 1, то измерять все критерии инвестиционного потенциала предлагается в диапазоне от 0 до 1, где 0 означает минимальную инвестиционную привлекательность, а 1 – максимальную. Поэтому, для перехода к единой системе измерения всех показателей инвестиционного потенциала, следует использовать нормализацию КИП и привести его к измерению в системе от 0 до 1 в соответствии с формулой (2)

$$\lambda' = \frac{\lambda - \lambda_{\min}}{\lambda_{\max} - \lambda_{\min}}, \quad (2)$$

где λ' – оцениваемый нормализованный коэффициент инвестиционной прибыльности;

λ – оцениваемый реальный коэффициент инвестиционной прибыльности;

λ_{\min} – наименьший реальный коэффициент инвестиционной прибыльности в наборе;

λ_{\max} – наибольший реальный коэффициент инвестиционной прибыльности в наборе.

Коэффициент управляемости компанией в результате сделанных инвестиций (обозначим его как μ) показывает не столько долю в капитале, сколько вытекающие из неё права управления. Значение 1 будет в том случае, когда инвестор обеспечивает себе полное право управления компанией, 0 – не обеспечивает управления вообще. Например, значение 1 следует присваивать μ в том случае, когда инвестор будет обладать долей в капитале более 50% (не менее, чем 50 % акций + 1 акция). Коэффициент μ отображает минимальную вероятность принятия предложения инвестора по системе, когда решение принимается большинством голосов. Минимальная вероятность принятия решения наблюдается в случае, когда за своё решение голосует только сам инвестор, а все остальные – против (максимальная – когда все единогласно голосуют за). Тогда в ситуации с минимальной вероятностью принятия решения инвестор может рассчитывать только на свою долю голосов по формуле (3)

$$\mu = P_{\min}(u > 0,5) = \begin{cases} 1, & \text{если } u > 0,5 \\ u, & \text{если } 0 \leq u \leq 1 \end{cases}, \quad (3)$$

где μ – коэффициент управляемости компанией, ед.;

$P_{\min}(u > 0,5)$ – минимальная вероятность того, что решение инвестора будет принято большинством, т.е. того, что доля голосов инвестора (u) будет достаточной для принятия решения на голосовании, т.е. будет $> 0,5$, ед.;

u – доля голосов инвестора ($0 \leq u \leq 1$), ед.

Здесь умышленно используется именно доля голосов инвестора, а не его доля в капитале, т.к. в некоторых компаниях к голосованию могут не допускаться акционеры с количеством акций меньше определённого. Также формула (3) будет справедлива и для оценки в тех случаях, когда необходимо оценить управляемость компанией среди только совета директоров (в этом случае сумма голосов совета принимается за 1). Для расчёта μ инвестор должен знать будущую структуру капитала в результате сделанных инвестиций и вытекающие из неё права управления.

На инвестиционном рынке может возникнуть такая ситуация, когда инвестор встречает объект с подходящей ему доходностью, но размер требуемых инвестиций меньше, чем он хочет инвестировать. Ситуация тезиса «выгодно, но мало». Из нескольких вариантов большей привлекательностью будет обладать тот, который принесёт больше прибыли инвестору в абсолютном измерении, т.к. не инвестированные ресурсы требуют альтернативного их размещения в проекты с более низкой доходностью. Другими словами, если инвестор встречает на рынке объект с подходящей ему доходностью, то он будет заинтересован инвестировать в такой объект как можно больше капитала.

Однако, абсолютно противоположно может думать другой инвестор. Он может предпочесть несколько мелких инвестиций одной крупной ради снижения риска диверсификации портфеля инвестиций. Поэтому, 2-й и 3-й критерии инвестиционного потенциала можно рассматривать как противоположные:

коэффициент размерности компании и связанная с ней абсолютная величина прибыли показывает, насколько инвестиции в данную компанию являются привлекательными с точки зрения получения прибыли в абсолютном денежном выражении; а коэффициент размерности компании и связанный с ней риск диверсификации вложений показывает, насколько инвестиции в данную компанию являются привлекательными с точки зрения риска диверсификации вложений. Обозначим 2-й показатель как σ_f , а 3-й как σ_r . Считаем их функционально обратными (т.е. $\sigma_f + \sigma_r = 1$, $\sigma_f > 0$, $\sigma_r > 0$), в результате чего следует использовать лишь один из них на выбор инвестора в зависимости от того, что для него важнее – большая прибыльность или меньший риск. Тогда σ_f , равная 1, говорит о том, что инвестор полностью инвестировал все свои средства в проект, при этом σ_r будет равна 0 и говорит о том, что инвестор достиг максимального уровня риска диверсификации портфеля. Тот инвестор, для кого важнее большая прибыль, чем риск диверсификации портфеля, использует критерий σ_f , а тот, для кого важнее снижение риска диверсификации, использует критерий σ_r . Оценить значение σ_f или σ_r предлагается по следующим формулам (4) и (5):

$$\sigma_f = \begin{cases} \frac{I_w}{I}, & \text{если } I_w \leq I \\ 0, & \text{если } I_w > I \end{cases}, \quad I > 0, \quad I_w > 0, \quad (4)$$

$$\sigma_r = 1 - \sigma_f, \quad (5)$$

где σ_f – коэффициент размерности компании и связанная с ней абсолютная величина прибыли, ед.;

σ_r – коэффициент размерности компании и связанный с ней риск диверсификации вложений, ед.;

I_w – требуемые инвестиции, ден. ед.;

I – инвестиционные ресурсы, ден. ед.

Следует обратить внимание на то, что в данной модели $I_w > 0$, так как $I_w = 0$ означает, что компания закрыта для инвестирования. При отсутствующих инвестиционных ресурсах

($I = 0$) инвестирование не состоится, что также исключается из модели. Однако такой способ расчёта содержит в себе некоторые затруднения в интерпретации значения $\sigma_r = 1$ при $I_w > I$. В этом случае можно сказать так: «если требуемые инвестиции больше располагаемых ресурсов, то инвестирование не состоится, поэтому отсутствует и риск диверсификации вложений (чем выше σ_r , тем ниже риск)». Таким образом, мы имеем право исключить и III-ю ситуацию, когда инвестирование не состоится ($I_w > I$), добавив ещё одно ограничение $I_w \leq I$. В новом виде модель σ_f будет иметь следующий вид в формуле (6):

$$\sigma_f = \frac{I_w}{I}, \text{ при } I > 0, I_w > 0, I_w \leq I. \quad (6)$$

В качестве варианта расчёта по формуле (6) можно использовать следующий математический аналог по формуле (7)

$$\sigma_f = \left(\frac{I_w}{I} \right)^{\sqrt{1 - \frac{I_w}{I}}}. \quad (7)$$

Из формулы (7) видно, что коэффициент не может существовать при $I_w > I$ и $I = 0$, т.е. отбрасываются нетипичные ситуации, когда инвестирование не состоится. В то же время рассчитанные значения близки к соотношению $\frac{I_w}{I}$, но при этом создаётся незначительный эффект торможения при значениях аргумента близких к 1 (см. рис.), что объяснимо с логической точки зрения – чем «дальше» отклоняется соотношение $\frac{I_w}{I}$ от 1, тем «критичней» для инвестора ситуация.

На инвестиционном рынке может возникнуть такая ситуация, когда инвестор рассматривает возможность инвестиций одной и той же суммы в разные по размерности системы. Здесь под *системой* понимается структура компании в виде

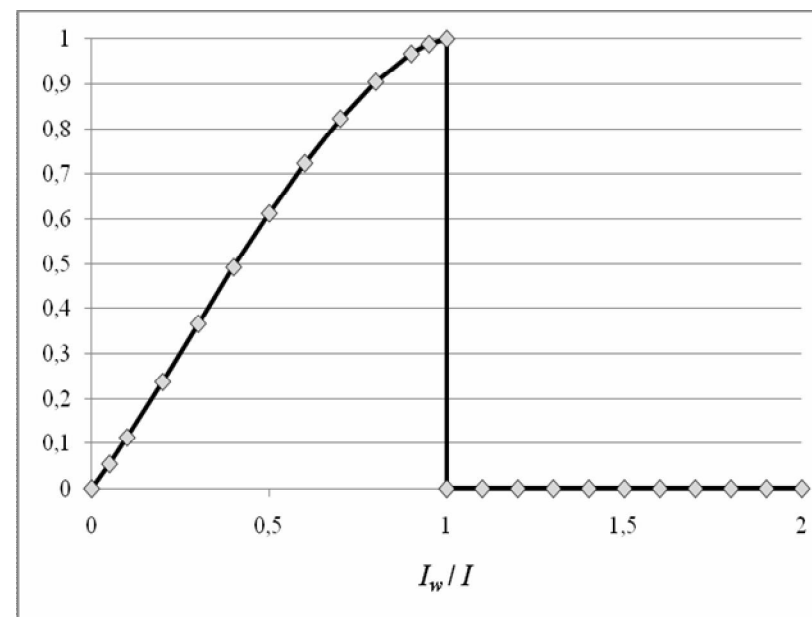


Рис. Коефіцієнт розмірності компанії
і зв'язана з нею абсолютна величина прибутку

($K_1, K_2, \dots, K_j, \dots, K_n$), где K_j – подразделения, филиалы, региональные представительства и другие единицы компании. При одинаковом коэффициенте λ и одинаковой стоимости компаний для инвестора будет более привлекателен тот вариант, в котором при полном контроле управления он сталкивается с меньшей его сложностью. Есть разница, когда инвестор управляет одной компанией, и когда он управляет холдингом, конгломератом или подобным объектом. И дело здесь не только в дополнительных расходах на управление, но и в силе самого контроля, необходимости делегирования своих полномочий, работать в составе совета директоров и т.д. Более высокую сложность управления инвестор всегда будет расценивать как фактор, снижающий инвестиционную привлекательность варианта при прочих равных условиях. Поэтому и был предложен такой критерий оценки как *коэффициент сложности выполнения управленческих функций в*

объекте инвестирования (обозначим его за ψ). Однако подвергнуть данный критерий однозначной формализации затруднительно, т.к. само по себе ни количество самих элементов, ни количество связей между элементами не отражает в достаточной степени сложность управления объектом. На неё также влияет и «глубина» и «широта» личного управленческого воздействия инвестора, и его право управления – чем больше контроль, тем важнее размерность системы (можно принять, что когда $\mu \rightarrow 0$ и ψ будет $\rightarrow 0$). Оценка данного критерия, скорее всего, может быть выполнена лишь экспертным путём либо методом слабой формализации, при котором в соответствии с принятой логикой оценки, при которой 1 означает наиболее выгодное позиционирование критерия в шкале оценок, вариант с наименьшей сложностью управления оценивается в 1, а остальные – в некоем соотношении к нему (< 1). Тем не менее, автор предлагает формализовать данный критерий с помощью такого ценного ресурса как время. Чем больше времени вынужден тратить инвестор из своего рабочего времени на управление подчинённой структурой, тем хуже. Здесь под временем, потраченным на управление, следует понимать время, затраченное именно на поддержание функционирования подчинённой системы. В него не включается время, затраченное на развитие системы и её внешние связи.

Оценить данный критерий предлагается по формуле (8)

$$\psi = 1 - \frac{T_m}{T}, \quad (8)$$

где ψ – коэффициент сложности выполнения управленческих функций в объекте инвестирования, ед.;

T_m – время, затраченное на поддержание функционирования подчинённой системы, часов/год;

T – общее рабочее время инвестора в данной системе, часов/год.

При $T_m = 0$ имеем максимально простую систему, для которой ψ будет равно 1, и наоборот – при $T_m = T$ имеем максимально сложную систему, для которой ψ будет равно 0.

Выводы. После определения значений всех критериев, инвестор получает набор величин, который можно представить в виде векторного значения инвестиционного потенциала для каждой компании по формуле (9)

$$ИП = \left\{ \begin{array}{l} \lambda' \\ \mu \\ \sigma_f \text{ или } \sigma_r \\ \psi \end{array} \right\} \quad (9)$$

где $ИП$ – инвестиционный потенциал компании, векторная величина;

λ' – оцениваемый нормализованный коэффициент инвестиционной прибыльности, ед.;

μ – коэффициент управляемости компанией, ед.;

σ_f – коэффициент размерности компании и связанная с ней абсолютная величина прибыли, ед.;

σ_r – коэффициент размерности компании и связанный с ней риск диверсификации вложений, ед.;

Далее, инвестор может либо сразу сделать выбор на основании предпочтения какого-то критерия (или критериев) из набора, либо перейти к скалярным выражениям величин инвестиционного потенциала одним из методов, например, методом средневзвешенной средней, в котором весами могут выступать различные показатели, например, степень доверия полученным результатам, степень важности в наборе и т.д., и уже затем выбрать ту компанию, у которой скалярное значение инвестиционного потенциала будет больше.

Данный перечень критериев оценки инвестиционного потенциала компании не является завершённым и может быть дополнен в результате дальнейших исследований в этой области. Также предметом дальнейших исследований автор считает развитие методов формализации критериев и обоснование применения векторного и скалярного методов использования результатов оценки.

**ПЕРЕЧЕНЬ
ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ**

1. Всемирный банк: обзор экономической ситуации в Украине; опубликовано 16.07.2009 на сайте ООО «Униан» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://economics.unian.net/rus/detail/17168>.
2. Экономическая ситуация в Украине и других странах СНГ; опубликовано 12.06.2009 на сайте Киевского центра политических исследований и конфликтологии [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.analitik.org.ua/current-comment/economy/4a30b1f35dd2e/>.
3. Інвестиції в основний капітал за джерелами фінансування; публікації Міністерства статистики України на офіційному веб-ресурсі [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.
4. Акаев А.А. Современный финансово-экономический кризис в свете теории инновационно-технологического развития экономики и управления инновационным процессом: статья (III) сборника Системный мониторинг: Глобальное и региональное развитие / Под ред. Д.А. Халтурина, А.В. Коротаева. – М.: УРСС, 2009. – С. 141–162 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://cliodynamics.ru/index.php?option=com_content&task=view&id=167&Itemid=1.
5. Гирина О.Б. Управление потенциалом предприятия: Тексты лекций для студентов-заочников / О.Б. Гирина. – Одесса: ОНМУ, 2009 – 123 с.
6. Лопин Е.В. Экономический потенциал предприятия: Монография / Е.В. Лопин. – Сумы: ИТД «Университетская книга», 2002. – 310 с.

7. Смирнов Ю.А. Факторы инвестиционного потенциала предприятия: статья на сайте «Писали.ру», 02.11.2010 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://pisali.ru/yuriys/47116/>.
8. Мавриди К.П. Инвестиционный потенциал промышленного предприятия: экономическая оценка и стратегическое управление: На примере предприятий топливно-энергетического комплекса: диссертация: 08.00.05. – Краснодар, 2005. – 173 с.
9. Фомин П.А., Старовойтов М.К. Особенности оценки потенциала промышленных предприятий: статья на сайте «Корпоративный менеджмент» (зарегистрированное электронное СМИ РФ, свидетельство о регистрации Эл № 77-6549), 25.04.2008 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.cfin.ru/management/manufact/manufact_potential.shtml?print-version.
10. Герасимчук В.Г. Диагностика системы управления підприємством: Навч. посібник / В.Г. Герасимчук. – К.: ІСДО, 1995. – 120 с.
11. Махуренко Г.С. Стратегический менеджмент: Конспект лекций / Г.С. Махуренко. – Одесса: ОНМУ, 2001. – 89 с.
12. Попов Е.В. Рыночный потенциал предприятия / Е.В. Попов. – Москва: ЗАО «Издательство «Экономика», 2002. – С. 521- 528.

Стаття надійшла до редакції 11.10.2011

Рецензент – доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри «Економічна теорія і кібернетика» Одеського національного морського університету **Г.С. Махуренко**.