

ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

В статье рассматривается система отбора комплекса оценочных индикаторов с учетом ограничений с целью определения инвестиционной привлекательности аграрного предприятия и активизации инвестирования в сельское хозяйство. Проиллюстрирован порядок оценки инвестиционной привлекательности для конкретного аграрного предприятия в Республике Крым.

Проблема оживления инвестиционных процессов в аграрном секторе экономики остается теоретически актуальной и практически значимой. Совершенствование методологических основ и технологии оценки инвестиционной привлекательности аграрных предприятий становится важным средством активизации инвестирования. В данном направлении ведутся активные научные исследования, однако практическим аспектам реализации научных разработок уделяется недостаточно внимания. Инвестиционную привлекательность предприятия принято рассматривать как соответствие характеристик его финансово-имущественного состояния и производственно-хозяйственного потенциала интересам потенциальных инвесторов. Вместе с тем в настоящее время не определены принципы учета таких интересов в оценочном процессе, не конкретизирована технология оценок, что затрудняет определение привлекательности аграрного предприятия инвесторами и тормозит развитие инвестиционных процессов.

Разработка практических аспектов определения инвестиционной привлекательности аграрных предприятий начинается с обоснования технологии оценивания, учитывающего прежде всего цели и интересы инвестора [1]. Технология оценивания целесообразности вложений для инвестора в сельскохозяйственное предприятие была апробирована в процессе принятия инвестиционного решения АООО «Симферопольское» Республики Крым.

Анализ инвестиционной привлекательности предприятия-реципиента предполагает сопоставление состояния последнего и его потенциала с интересами и целями инвесторов. Традиционно к основным интересам инвесторов, которые следует учитывать, относят получение прибыли, сохранение капитала и увеличение стоимости вложений [2].

В работе [3] показано, что для оптимизации методики оценки инвестиционного поведения предприятия важен анализ показателей его производственного процесса, чистых денежных потоков, норм доходности и др. Но основным показателем инвестиционной привлекательности (рентабельности) инвестиций является размер чистого дохода ($R(t)$), который рассчитывается по формуле:

$$R(t) = p(t) Q(t) - w(t) L(t) - q(t) I(t), \quad (1)$$

где Q , L и I – соответственно текущий уровень исходных, начальных инвестиций и инвестиций в долгосрочные активы, p , w и q – текущие показатели цены исходных, начальных инвестиций и потоки чистых доходов в период времени t .

Однако практика показывает, что перечень интересов инвесторов значительно шире. Он охватывает их стремление диверсифицировать деятельность с целью снижения рисков и увеличения доходов, занять дополнительную долю внутреннего рынка, укрепить конкурентные позиции, формировать выгодную ценовую политику. Этот перечень не исчерпывает интересов инвесторов. За ними следует стремление обеспечить выход на внешние рынки для увеличения объемов продаж и доходов, выручки в иностранной валюте, улучшения делового имиджа; создания международных, в том числе транснациональных, корпораций; оптимизации процессов собственной внешнеэкономической деятельности.

Одновременно возникают задачи обеспечения ритмичности, оптимальных объемов и высокого качества основной деятельности путем вложений в сопутствующие и вспомогательные производства, ценные бумаги предприятий – поставщиков сырья и других ресурсов, торговую сеть, обслуживающие предприятия, объекты инфраструктуры и т.д. Кроме того, постоянно учитывается потребность модернизировать технико-технологическую основу производственного процесса, в том числе путем внедрения инноваций, в случае инвестиций на укрупнение – использовать корпоративные преимущества в виде оптимизации схем товарооборота и финансовых потоков, организационных и управленческих новаций, рост кредитоспособности и упрощение доступа к кредитным ресурсам, сокращение доли общехозяйственных расходов в себестоимости, увеличение маржинальной прибыли и других выгод крупного бизнеса.

Целостность оценки инвестиционной привлекательности обеспечивается только в случае учета разноплановых характеристик предприятия и его внешней инвестиционной среды, в частности показателей, характеризующих:

- эффективность инвестиционного проекта;
- финансово-экономическое состояние и потенциал развития предприятия;
- инвестиционную привлекательность отрасли;
- инвестиционный климат в государстве и регионе.

Привлекательность вложения инвестиций оценивается путем сравнения операционных доходов с расходами, которые используются для определения чистых денежных потоков. Выбор делается в пользу инвестиций, которые могут дать лучший результат или экономическую отдачу [4, р. 4]. Рентабельность инвестиционного проекта, согласно [4, р. 10], определяется на основе критерия VAN (чистой текущей стоимости).

Однако далеко не всегда целесообразно изучать все указанные характеристики, вычислять и анализировать весь набор аналитических показателей и коэффициентов. Часто возникает потребность индивидуального выбора комплекса оценочных индикаторов, основные подходы к обеспечению которого вытекают из дифференциации целей инвесторов. В практике наблюдаются ситуации, когда лишь один из критериев оценки становится для инвестора приоритетным. Чтобы не допустить ошибок в оценке инвестиционной привлекательности, следует ввести систему ограничений значений оценочных показателей.

В научной литературе данному вопросу пока не уделено достаточного внимания. В связи с этим предлагаем под ограничениями значений оценочных показателей понимать их критические величины, которые показывают невозможность выполнения целей инвестора и при которых инвестиционная привлекательность оценивается как неудовлетворительная независимо от значений других оценочных индикаторов. Комплексный интегрированный критерий вычисляется, а положительное решение об инвестировании не принимается. Указанные ограничения должны определяться непосредственно инвестором или аналитиком, исходя из целей инвестирования и интересов инвестора.

Перечислим основные из них:

- 1) если основная цель инвестора – получение прибыли, ограничением должен быть недостаточный уровень рентабельности инвестиционного проекта ($NPV < 0$);
- 2) при необходимости сохранения капитала ограничитель – высокий уровень рисков (коэффициент вариации $> 25\%$);
- 3) при стремлении инвестора увеличить стоимость капитала ограничителем выступает отсутствие возможностей для капитализации (когда размер прогнозируемой тезаврированной прибыли равен нулю);
- 4) при необходимости обеспечить мобильность капитала – высокий уровень иммобилизации активов (коэффициент иммобилизации больше $0,5\%$), недостаточная ликвидность (доля неликвидного имущества в активах более 20%);

5) высокий уровень конкуренции или, напротив, монополизация рынка ограничивают возможность достижения цели усиления бизнес-позиций;

6) при необходимости диверсифицировать деятельность – финансовые, экономические, юридические, социальные, экологические или иные преграды, которые делают невозможным начало новых видов деятельности;

7) завоевание дополнительной доли рынка невозможно при отсутствии действенных рычагов в борьбе с основными конкурентами;

8) выходу на внешний рынок могут препятствовать таможенно-тарифные и другие ограничения, прямые запреты экспорта, внешнеторговые войны;

9) при необходимости модернизировать производственный процесс ограничением могут служить недостаточность финансовых или иных ресурсов, отсутствие предложений со стороны поставщиков;

10) использование корпоративных преимуществ ограничивает антимонопольное законодательство, осложняют эффективное управление укрупненным предприятием.

Наличие перечисленных ограничений не позволяет достичь инвестиционных целей, лишает смысла вложения средств. Однако если значение приоритетного оценочного критерия соответствует требованиям инвестора, целесообразно выполнить *комплексную* оценку инвестиционной привлекательности аграрного предприятия.

В процессе оценки требуется использовать большой комплекс аналитических показателей, которые различаются единицами измерения, порядком формирования, значимости и другими многочисленными характеристиками. Для принятия управленческого решения о целесообразности инвестирования необходимо найти единый комплексный критерий. Такой критерий следует определять на основе симбиоза матричной и балльной оценок [1].

Оценку инвестиционной привлекательности аграрного предприятия целесообразно осуществлять в следующей последовательности:

- определение комплекса оценочных показателей для формирования единого интегрированного критерия;

- ранжирование оценочных показателей по степени их влияния на результаты оценки (незначительные, относительно влияющие, решающие);

- вычисление значений каждого показателя, определение их соответствия нормативам, эталонным значениям согласно методике финансового анализа, другим принятым ориентирам, вычисления отклонений и т. д.;

- оценка каждого показателя в баллах: незначительные – от 0 до 3 баллов в зависимости от их качеств, определенных на предыдущем этапе, относительно влияющие – от 0 до 6 баллов; решающие – от 0 до 10 баллов;

- исчисление суммы баллов по всей совокупности показателей;

- определение интегрированного комплексного показателя как среднего арифметического совокупной суммы баллов;

- оценка уровня инвестиционной привлекательности аграрного предприятия путем сравнения фактического значения интегрированного показателя с его максимально возможным значением.

В случае, когда фактическое значение интегрированного показателя составляет от 80 до 100% максимально возможного, предприятию целесообразно признать инвестиционную привлекательность проекта и принять положительное решение относительно инвестирования. При значении от 60 до 80% положительное решение целесообразно только при условии принятия дополнительных мер по улучшению инвестиционной привлекательности. В случаях, когда фактическое значение интегрированного показателя меньше 60% максимально возможного, предприятие оценивается как инвестиционно непривлекательное, в которое инвестировать средства нецелесообразно.

В табл. 1 приведена технология оценивания инвестиционной привлекательности на примере АООО «Симферопольское» Симферопольского района Республики Крым. Площадь сельскохозяйственных угодий составляет 2280 га. Организация специализируется на производстве зерна, продукции животноводства и является прибыльной: уровень рентабельности в 2014 г. составил 34,1%, чистая прибыль – 2,6 млн. руб. В настоящее время АООО «Симферопольское» входит в перечень ведущих в аграрной сфере Республики Крым.

Инвестиционный проект – выращивания элитных сортов кукурузы, для реализации которого определялся показатель инвестиционной привлекательности, предусматривает вложение 80 тыс. долл. США (по курсу на 1 декабря 2014 г.) на приобретение техники, сортовых семян, средств защиты, оборудования для первичной обработки и хранения, в том числе на приобретение основных средств – около 50 тыс. долл., на пополнение оборотных средств – 29,5 тыс. долл. Инвестор преследует цель получения прибыли и заинтересован в полной окупаемости проекта в срок не более трех лет. Кроме того, показателями, которые могут ограничить или сделать невозможным исполнение целей и интересов инвестора, является оценка уровня ожидаемой операционной рентабельности предприятия ниже 12,5% и уровня ожидаемой рентабельности капитала ниже 10%.

По результатам оценки инвестиционной привлекательности АООО «Симферопольское», ожидаемая операционная рентабельность достигнет 14,5%, рентабельность капитала – 10,9%, а срок окупаемости инвестиционного проекта не превысит 2,4 лет. Следовательно, ограничений для осуществления инвестиций нет. Кроме того, в целом оценка инвестиционного проекта достигла максимальной отметки в баллах (табл. 1).

Таблица 1

Анализ инвестиционного проекта в оценке
инвестиционной привлекательности АООО «Симферопольское»*

Показатель	Матрица оценок		Значение	Оценка в баллах	
	целесообразность (+)	влияние**		фактическая	максимальная
Приведенный (дисконтированный) доход, тыс. долл.	+	Б	104	6	6
Чистый приведенный (дисконтированный) доход, тыс. долл.	+	А	24,3	10	10
Индекс доходности инвестиций	+	А	130,6	10	10
Внутренняя норма рентабельности проекта, %	+	А	30,6	10	10
Дисконтированный период окупаемости, лет	+	А	2,4	10	10
Итого	х	х	х	46	46

* Расчеты автора.
 ** А – решающий показатель, Б – относительно влиятельный показатель, х – расчет итоговых значений по столбцу не имеет логического смысла.

Из данных табл. 2, где приведен анализ внешних условий функционирования предприятия, видно, что отдельные аналитические показатели при оценке инвестиционной привлекательности АООО «Симферопольское» определять нецелесообразно, поскольку их значения вследствие особенностей инвестиционного проекта, целей и интересов инвестора, не повлияют на результаты оценок. При этом совокупное количество баллов по анализу внешних условий инвестирования достигло 19 из 34 возможных.

Таблица 2

**Анализ внешних условий в оценке
инвестиционной привлекательности АООО «Симферопольское»***

Показатель	Матрица оценок		Значение	Оценка в баллах	
	целесообразность (+)	влияние**		фактическая	максимальная
Доходы (убытки) от мер государственного регулирования: тыс. долл.	+	В	0	1	3
доля в совокупных ожидаемых доходах, %	+	В	0	1	3
Расходы на получение разрешительных документов (сумма и доли в инвестиционных и текущих затратах)	-	Н	-	-	-
Доля потребителей отечественной сельскохозяйственной продукции, %	-	Н	-	-	-
Уровень доверия потребителей отечественной сельскохозяйственной продукции, %	-	Н	-	-	-
Соотношение усредненной кредитной ставки в аграрной сфере и: уровня рентабельности в отрасли усредненной ставки кредитов в экономике в целом	-	Н	-	-	-
	+	В	1,16	1	3
Сравнительный коэффициент динамики кредитования аграрной сферы и экономики в целом	+	В	1,08	3	3
Соотношение ценовых индексов: на аграрную продукцию и потребительских товаров	+	Б	0,97	1	6
инвестированную и аграрную продукцию в целом	+	Б	1,03	4	6
Доходы (убытки) от влияния региональных факторов: сумма, тыс. долл.	-	Н	-	-	-
доля в совокупных ожидаемых доходах, %	+	А	0,14	8	10
Дополнительные выгоды от участия в отраслевых программах поддержки (сумма и доля в совокупных доходах)	-	Н	-	-	-
Итого	х	х	х	19	34

* Рассчитано автором.
 ** А – решающий показатель, Б – относительно влиятельный показатель, В – незначительный показатель, Н – показатель не рассчитывался, х – расчет итоговых значений по столбцу не имеет логического смысла.

В табл. 3 показаны результаты ретроанализа и перспективных оценок финансового состояния предприятия. Ретроанализ выполнен по данным финансовой отчетности до начала инвестиционного проекта, а перспективные оценки – по прогнозной отчетности с учетом изменения хозяйственных средств и результатов деятельности, ожидаемых от реализации проекта.

Обобщенная оценка составила соответственно 119 и 126 баллов из 132 возможных, совокупная оценка АООО «Симферопольское» – 310 баллов, интегрированный показатель определения инвестиционной привлекательности – 5,74. При этом максимально возможное количество баллов достигает 344, а размер максимально возможного интегрированного показателя – 6,37.

Следовательно, фактическое значение интегрированного показателя составляет 90,1% максимально возможного, поэтому АООО «Симферопольское» можно считать вполне инвестиционно привлекательным. В результате инвестор принял положительное решение о реализации инвестиционного проекта.

Таблица 3

**Анализ финансово-экономического состояния для оценки
инвестиционной привлекательности АООО «Симферопольское»**

Показатель	Матрица оценок		Ретроанализ			Перспективные оценки		
			значение	оценка в баллах		значение	оценка в баллах	
	целесо- образ- ность	влияние*		фактиче- ская	макси- мальная		фактическая	макси- мальная
Коэффициенты:								
износа основных средств	+	Б	0,62	3	6	0,59	3	6
обновления основ- ных средств	-	Н	-	-	-	-	-	-
обеспеченности обо- ротными активами	-	Н	-	-	-	-	-	-
закрепления оборот- ных активов	+	Б	0,53	4	6	0,48	5	6
маневренности обо- ротных активов	+	В	0,74	3	3	0,96	3	3
маневренности соб- ственного капитала	+	В	0,33	3	3	0,41	3	3
концентрации заем- ного капитала	+	Б	0,10	6	6	0,09	6	6
финансовой устойчи- вости	+	Б	0,90	6	6	0,91	6	6
краткосрочной за- долженности	+	В	0,10	3	3	0,09	3	3
инвестирования	+	В	1,49	3	3	1,50	3	3
быстрой ликвидности	+	В	0,87	3	3	1,11	3	3
покрытия	+	В	3,85	3	3	4,33	3	3
самофинансирования	+	А	1,00	10	10	1,00	10	10
устойчивости эконо- мического роста	+	А	0,34	10	10	0,36	10	10
Период, дней:								
оборота запасов	+	Б	189	5	6	174	6	6
оборота дебиторской задолженности	+	Б	19	6	6	16	6	6
оборота кредитор- ской задолженности	+	Б	23	6	6	20	6	6
продолжительности операционного цикла	+	Б	208	5	6	190	6	6
продолжительности финансового цикла	+	Б	185	5	6	170	6	6
Оборачиваемость:								
активов	+	А	0,69	8	10	0,72	9	10
собственного капитала	+	А	0,77	9	10	0,81	9	10
Рентабельность, %:								
операционной дея- тельности	+	А	0,12	9	10	14,5	10	10
капитала	+	А	0,09	9	10	10,9	10	10
Итого	х	х	х	119	132	х	126	132

* А – решающий показатель, Б – относительно влияющий показатель, В – незначительный показатель, Н – показатель не рассчитывался, х – расчет итоговых значений по столбцу не имеет логического смысла.

Выводы. 1. Оценка инвестиционной привлекательности аграрного предприятия должна основываться на определении соответствия характеристик его состояния и потенциала интересам и целям инвесторов. Круг таких интересов достаточно широк и может включать получение прибыли, сохранение и увеличение стоимости капитала, обеспечение его мобильности, усиление бизнес-позиций инвестора в об-

ласти, завоевание дополнительной доли рынка, выход на внешний рынок, диверсификацию деятельности и обеспечение ее ритмичности, модернизацию производственного процесса, использование корпоративных преимуществ, или напротив, преимуществ малого бизнеса, получение контроля над предприятием и др. На основе указанных интересов и целей инвестора формируются алгоритмы аналитического процесса, система оценочных критериев и их ограничений.

2. Технология оценки инвестиционной привлекательности аграрного предприятия включает определение комплекса оценочных показателей, их ранжирование по степени влияния, исчисление и анализ значений, оценка каждого показателя в баллах, вычисление суммы баллов по всей совокупности показателей, определение интегрированного комплексного критерия и по его значению оценка уровня инвестиционной привлекательности. Указанная технология обеспечивает прозрачность и простоту оценочного процесса, следовательно, и принятие обоснованного решения о целесообразности вложений.

Перспективы дальнейших исследований в данном направлении заключаются в углубленном обосновании факторов повышения инвестиционной привлекательности аграрных предприятий для активизации инвестиционных процессов в отрасли.

Литература

1. Майданевич П. Н. Методологические основы оценки инвестиционной привлекательности предприятий // *Актуальні проблеми економіки*. 2012. № 7 (133).
2. Wade A. Barker. *Investment Management Techniques*. Режим доступа: http://www.ehow.com/way_5304822_investment-management-techniques.html#ixzz2K60TMzrB
3. Dale W. Jorgenson *Determinants of Investment Behavior* / R. Ferber, ed. UMI, 2000. Режим доступа: <http://www.nber.org/books/ferb67>
4. Antraigue D. *Gestion des investissements - Rentabilité économique* // *Choix des investissements et des financements*. IUT GEA, 2007. № 4. http://public.iutenligne.net/gestion/gestion_financiere/Januario_Antraigue/partie4_choix_invest_finan_832-S3/sansmenu/GEST-P04-R01/Pdf/01.pdf