

Министерство образования Республики Беларусь

Учреждение образования  
«Полоцкий государственный университет»

**С. В. БОСЛОВЯК**

**ФИНАНСОВЫЙ АСПЕКТ  
ФОРМИРОВАНИЯ И ИСПОЛЬЗОВАНИЯ  
ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОТЕНЦИАЛА ОРГАНИЗАЦИИ**

**Новополоцк  
2018**

УДК 336.64:330.322(035.3)

ББК 65.291-56-21

Б85

Рекомендовано к изданию советом  
Полоцкого государственного университета в качестве монографии  
(протокол № 7 от 2 апреля 2018 года)

*Рецензенты:*

доктор экономических наук, профессор,  
заслуженный деятель науки Удмуртии,  
профессор кафедры экономики и управления Ижевского филиала  
Российского университета кооперации К. В. ПАВЛОВ;  
кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов  
и отраслевой экономики учреждения образования  
«Полоцкий государственный университет» С. В. ИЗМАЙЛОВИЧ

**Бословяк, С. В.**

**Б85** Финансовый аспект формирования и использования инвестиционного потенциала организации / С. В. Бословяк. – Новополоцк : Полоц. гос. ун-т, 2018. – 192 с.

ISBN 978-985-531-631-3.

В монографии исследованы финансовые аспекты управления инвестиционным потенциалом организации на основе представления процесса его формирования и использования в виде последовательно выполняемых стадий с присущими каждой из них финансовыми потоками. Разработаны методики оценки исходного инвестиционного потенциала организации и финансового прогнозирования эффективности вложений капитала. Даны практические рекомендации по применению финансового механизма управления инвестиционным потенциалом организации, определяющие последовательность управленческих действий и принимаемых решений.

Книга адресована научным работникам, а также преподавателям, аспирантам, магистрантам, студентам экономических специальностей вузов, слушателям экономических специальностей переподготовки.

УДК 336.64:330.322(035.3)

ББК 65.291-56-21

ISBN 978-985-531-631-3

© Бословяк С. В., 2018

© Полоцкий государственный университет, 2018



## СОДЕРЖАНИЕ

|   |     |
|---|-----|
| ВВЕДЕНИЕ .....  | 5   |
| Глава 1 ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ<br>ФОРМИРОВАНИЯ И ИСПОЛЬЗОВАНИЯ<br>ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОТЕНЦИАЛА ОРГАНИЗАЦИИ ..... | 9   |
| 1.1 Экономическая сущность инвестиционного потенциала<br>организации, стадии его формирования и использования .....       | 9   |
| 1.2 Классификация факторов, определяющих<br>инвестиционный потенциал организации .....                                    | 24  |
| 1.3 Система финансовых потоков формирования<br>и использования инвестиционного потенциала<br>организации.....             | 37  |
| Глава 2 МЕТОДИЧЕСКОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ ФИНАНСОВОГО<br>УПРАВЛЕНИЯ ФОРМИРОВАНИЕМ<br>ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОТЕНЦИАЛА ОРГАНИЗАЦИИ .....  | 45  |
| 2.1 Методика оценки исходного инвестиционного<br>потенциала организации .....   | 45  |
| 2.2 Методика финансового прогнозирования<br>эффективности вложений капитала.....  | 61  |
| 2.3 Алгоритм комплексной оценки финансовой<br>целесообразности инвестирования .....                                       | 73  |
| Глава 3 ФИНАНСОВЫЙ МЕХАНИЗМ УПРАВЛЕНИЯ<br>ИНВЕСТИЦИОННЫМ ПОТЕНЦИАЛОМ ОРГАНИЗАЦИИ .....                                    | 85  |
| 3.1 Характеристика элементов финансового механизма<br>управления инвестиционным потенциалом организации .....             | 85  |
| 3.2 Система индикаторов минимального уровня<br>рентабельности инвестиций .....  | 95  |
| 3.3 Алгоритм применения финансового механизма<br>управления инвестиционным потенциалом организации.....                   | 108 |
| ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....  | 119 |
| СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ.....   | 125 |

|                    |     |
|--------------------|-----|
| ПРИЛОЖЕНИЯ .....   | 141 |
| ПРИЛОЖЕНИЕ А ..... | 143 |
| ПРИЛОЖЕНИЕ Б ..... | 147 |
| ПРИЛОЖЕНИЕ В ..... | 149 |
| ПРИЛОЖЕНИЕ Г ..... | 152 |
| ПРИЛОЖЕНИЕ Д ..... | 154 |
| ПРИЛОЖЕНИЕ Е ..... | 162 |
| ПРИЛОЖЕНИЕ Ж ..... | 163 |
| ПРИЛОЖЕНИЕ И ..... | 164 |
| ПРИЛОЖЕНИЕ К ..... | 167 |
| ПРИЛОЖЕНИЕ Л ..... | 168 |
| ПРИЛОЖЕНИЕ М ..... | 171 |
| ПРИЛОЖЕНИЕ Н ..... | 174 |
| ПРИЛОЖЕНИЕ П ..... | 178 |
| ПРИЛОЖЕНИЕ Р ..... | 184 |
| ПРИЛОЖЕНИЕ С ..... | 190 |

## ВВЕДЕНИЕ

Инвестиционная деятельность, являясь основным инструментом формирования активов организаций, выступает ключевым фактором развития субъектов экономики. Смена технологий, обновление ассортимента продукции, расширение производства и многие другие вопросы деятельности напрямую связаны с инвестиционным процессом, эффективность и результативность которого, в свою очередь, обуславливается действенными механизмами финансового управления. Формирование и рациональное использование инвестиционных ресурсов имеет важное теоретико-методологическое и практическое значение для субъектов всех уровней экономических отношений. Эффективная инвестиционная деятельность позволяет обеспечивать организациям не только простое, но и расширенное воспроизводство. Особый интерес вызывает не столько уже сформированный объем инвестиционных ресурсов, сколько изучение имеющихся возможностей организации по осуществлению инвестиций, другими словами, ее инвестиционный потенциал.

Актуальные вопросы повышения эффективности инвестиционной деятельности на макро- и микроуровнях отражены в таких основополагающих документах, как Национальная стратегия социально-экономического развития Республики Беларусь до 2030 года, Программа социально-экономического развития Республики Беларусь деятельности на 2016–2020 годы и др.

При этом в условиях кризисной ситуации в мировой и национальной экономике, с одной стороны, дефицит внутренних и внешних финансовых ресурсов объективно сужает возможности предприятий к инвестированию, а с другой – возрастающая конкуренция на целевых рынках требует активизации инвестиционных процессов, направленных на повышение конкурентоспособности продукции и организации в целом. В этом случае на микроуровне возникает противоречие, разрешение которого лежит в плоскости дальнейшего развития теоретической и практической базы финансовых методов и инструментов управления инвестиционным потенциалом организации.

В настоящее время финансирование инвестиций и реализация инвестиционного потенциала организаций в Беларуси осуществляется главным образом за счет внутренних инвестиционных ресурсов, долгосрочных банковских кредитов и бюджетных средств, в то время как потенциал инвестирования в деятельность субъектов экономики посредством осуществле-

ния вкладов в уставный фонд, привлечения долгосрочных займов и использования иных видов финансовых инструментов мобилизации долгосрочных инвестиций задействован не в полной мере.

Категория «инвестиционный потенциал» по причине своей комплексности является предметом исследований различных областей знаний. Учитывая многогранность исследуемой категории, представляется целесообразным выделить новые аспекты, что дает возможность развить теоретические основы формирования и использования инвестиционного потенциала организации и придать прикладной характер проводимым исследованиям.

Вопросы экономической сущности инвестиций, инвестиционного потенциала организации, характеристики его основных структурных компонентов, формирования ресурсной базы инвестиционной деятельности и инвестиционной привлекательности организаций представлены в работах отечественных авторов (Н. И. Богдан, Б. И. Гусакова, Н. Л. Давыдовой, В. Г. Золотогорова, А. А. Матяса, Д. А. Панкова, Е. Н. Петрушкевич, А. Н. Сенько, Г. А. Шмарловской) и зарубежных (Г. Александера, С. Ф. О'Берна, А. Дамодарана, М. Миллера, Ф. Модильяни, У. Шарпа, И. А. Басалова, И. А. Бланка, В. В. Бочарова, Л. С. Валиуровой, В. М. Власовой, Д. А. Ендовицкого, В. Ю. Катасонова, В. В. Ковалева, Н. В. Ковалевой, В. В. Коссова, С. Б. Кортиной, М. Н. Крейниной, Э. И. Крылова, И. В. Липсица, Н. В. Маренковой, Л. А. Сипко, Н. В. Смирновой, Г. П. Подшиваленко и др.

Не умаляя важности и значимости результатов проведенных исследований, следует отметить, что вопросы генерирования, систематизации, трансформации и управления денежными потоками инвестиционной деятельности, повышения эффективности взаимодействия инвесторов и организаций-реципиентов в процессе формирования и использования их инвестиционного потенциала остаются недостаточно проработанными. В работах исследователей инвестиционный потенциал организации не рассматривался в качестве объекта финансового управления. Вместе с тем, учитывая многогранность исследуемой категории, научное обоснование финансовых методов, инструментов и рычагов воздействия на его величину и динамику, практические рекомендации по их применению приобретают на современном этапе экономического развития особую актуальность.

Выявленные нерешенные проблемы в отношении финансовых методов и инструментов управления формированием и использованием инвестиционного потенциала организации вызвали необходимость совершен-

ствования методического обеспечения процессов оценки его исходного уровня, финансового прогнозирования оптимальных объемов привлечения инвестиционных ресурсов, разработки и повышения эффективности финансового механизма управления инвестиционным потенциалом.

Методика оценки исходного инвестиционного потенциала позволит сформировать информационный базис о фактически использованных финансовых ресурсах в инвестиционной деятельности, о максимально возможном объеме таких ресурсов и в целом о конкурентной позиции организации на инвестиционном рынке. Актуальность разработки методики финансового прогнозирования эффективности вложений капитала заключается в разработке научно-методических основ для проведения обоснованной оценки целесообразности инвестирования на окончательной стадии принятия решения инвестором. Финансовый механизм как совокупность инструментария финансового управления, соответствующих финансовых методов и рычагов, необходим для принятия обоснованных управленческих решений по управлению финансовыми ресурсами инвестиционной деятельности. Формирование такого механизма, слаженное и эффективное взаимодействие его элементов позволит комплексно решить поставленные задачи финансового управления с обеспечением дополнительных финансовых потоков.

В результате исследования обоснована система финансовых потоков организации, образующая среду принятия финансовых управленческих решений по поводу формирования и использования ее инвестиционного потенциала. Алгоритм системы финансовых потоков, отражающий их взаимосвязь с инструментарием управления на каждой стадии, положен в основу разработки методики оценки исходного инвестиционного потенциала организации для определения максимального уровня объема финансовых ресурсов ее инвестиционной деятельности.

Методика позволяет потенциальным инвесторам, используя предложенные автором уровни частных показателей, проводить более корректную сравнительную оценку организаций как объектов инвестирования и при выборе отдавать предпочтение организациям, имеющим более высокий инвестиционный потенциал; инвесторам и потенциальным получателям инвестиций расширить возможности формирования достоверного информационного базиса о фактически использованных финансовых ресурсах в инвестиционной деятельности, максимально возможном объеме таких ресурсов и степени инвестиционной активности предприятий-реципиентов в целом, в том числе для целей ранжирования их по степени привлекательности и инвестиционных возможностей.

Продолжением стала методика финансового прогнозирования эффективности вложений капитала с учетом изменения средневзвешенной стоимости капитала, результативности и продолжительности преобразования инвестиционных затрат в финансовые результаты деятельности организации. Эта методика дает возможность выявить степень влияния дополнительно привлекаемых финансовых ресурсов на величину фундаментальной стоимости организации и повысить объективность принимаемых управленческих решений по финансированию конкретных объектов инвестиций.

На основе данной методики предложена система индикаторов, определяющих критический уровень рентабельности дополнительных вложений капитала (рентабельность дополнительно инвестируемого капитала, минимально необходимая для обеспечения условий его эффективного использования и формирования инвестиционного потенциала с приращением финансовых ресурсов инвестиционной деятельности; рентабельность дополнительно инвестируемого капитала, минимально необходимая для обеспечения формирования инвестиционного потенциала организации без приращения финансовых ресурсов). Расчет индикаторов в соответствии со стадиями финансового управления формированием и использованием инвестиционного потенциала организации дает возможность сформировать основу проведения оценки риска и определения требуемой рентабельности дополнительно инвестируемого капитала. Это позволяет «отсеивать» на начальной стадии инвестиционные проекты, эффективность реализации которых недостаточно высока для обеспечения своевременных и полных выплат по обслуживанию привлекаемых для их реализации источников финансирования.

Логическим итогом исследования стала разработка финансового механизма управления инвестиционным потенциалом организации, а также практических рекомендаций по его применению, определяющих последовательность управленческих действий и принимаемых решений. Применение финансового механизма позволит повысить эффективность имеющегося инвестиционного потенциала организации, оптимизировать структуру капитала, своевременно регулировать уровень инвестиционной активности и корректировать инвестиционную политику организации.

Эффективное формирование и использование инвестиционного потенциала организаций, правильная и обоснованная оценка целесообразности дополнительных инвестиций с учетом затрат на обслуживание привлекаемых финансовых ресурсов, разработка действенного финансового механизма управлением инвестиционным потенциалом имеют важное теоретико-методологическое и практическое значение для устойчивого развития хозяйствующих субъектов региональной и национальной экономики.

**ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ  
ФОРМИРОВАНИЯ И ИСПОЛЬЗОВАНИЯ  
ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОТЕНЦИАЛА ОРГАНИЗАЦИИ**

**1.1 ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СУЩНОСТЬ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОТЕНЦИАЛА  
ОРГАНИЗАЦИИ, СТАДИИ ЕГО ФОРМИРОВАНИЯ И ИСПОЛЬЗОВАНИЯ**

Устойчивое развитие организации невозможно без осуществления инвестиций. Формирование и рациональное использование инвестиционных ресурсов имеет важное теоретико-методологическое и практическое значение для субъектов всех уровней экономических отношений. Эффективная инвестиционная деятельность, как известно, позволяет обеспечивать предприятиям (организациям) не только простое, но и расширенное воспроизводство.

Прежде чем определить экономическую сущность предмета настоящего исследования, рассмотрим основные трактовки категории «инвестиции» [1–27] (приложение А). Проанализировав содержание различных подходов, можно сделать вывод, что в настоящее время в экономической науке сложилось два основных направления в понимании экономической сущности и природы инвестиций:

- инвестиции как долгосрочные вложения всех видов ценностей с целью получения дохода (прибыли) или иного значимого результата [1, 3, 5–8, 18]. Следует отметить, что в некоторых определениях долгосрочный характер инвестиций не выделяется (например, в Законе Республики Беларусь «Об инвестициях» [15], некоторых трактовках в рамках зарубежных подходов финансового менеджмента [9, 23]). Вместе с тем допущения о краткосрочных инвестициях затрагивают лишь сферу финансового инвестирования (в ценные бумаги и иные финансовые инструменты, часто для получения спекулятивного дохода). Реальное инвестирование связано с приращением важнейшего фактора производства – капитала, что априори определяет долгосрочный характер таких вложений;

- инвестиции как процесс использования капитала в деятельности организаций [11, 21, 26, 27]. Неотъемлемой частью этого процесса является преобразование исходных инвестиционных ресурсов в активы, способные приносить доход.



Инвестиционный процесс представляет собой последовательность этапов, действий и операций по осуществлению инвестиционной деятельности [18]. Общая схема инвестиционного процесса (осуществления инвестиций) на уровне организации представлена на рисунке 1.1.



Рисунок 1.1. – Общая схема осуществления инвестиционного процесса

*Источник:* собственная разработка автора на основе анализа специальной экономической литературы [18, 25, 26].

Как видно из рисунка, все связи по преобразованию инвестиционных ресурсов в инвестиционные затраты и далее в активы предприятия, а также по достижению финансового результата от использования активов создают среду финансовых отношений и опосредованы ими, что предполагает применение и совершенствование инструментария управления финансами.

Особый интерес вызывает не столько сформированный объем инвестиционных ресурсов, сколько изучение имеющихся возможностей организации по осуществлению инвестиций, другими словами, «инвестиционный потенциал». Так, потенциал (от лат. *potentia* – сила) в широком смысле – средства, запасы, источники, которые имеются в наличии и могут быть мобилизованы, приведены в действие, использованы для достижения определенной цели, осуществления плана, решения какой-либо задачи; возможности отдельного лица, общества, государства в определенной области [28]. Категория «потенциал» получила широкое распространение во многих областях знаний, в том числе и в экономической науке.

В частности, «экономический потенциал определяется как совокупная способность экономики страны, ее отраслей, предприятий, хозяйств осуществлять производственно-экономическую деятельность, выпускать продукцию, товары, услуги, удовлетворять запросы населения, общественные потребности, обеспечивать развитие производства и потребления.



Экономический потенциал страны определяется ее природными ресурсами, средствами производства, трудовым и научно-техническим потенциалом, накопленным национальным богатством. Основные элементы экономического потенциала предприятия подразделяются на материальные, финансовые, трудовые и природные ресурсы» [1].

Категорию потенциала можно рассматривать на двух уровнях: достигнутом (существующем) и перспективном (максимально возможном). Достигнутый уровень представляет собой ресурсы и способности, имеющиеся у хозяйствующего субъекта на данный момент. Они представляют собой реальную составляющую экономического потенциала. Перспективный уровень – максимально возможный объем ресурсов, которыми может обладать предприятие (организация), если задействует все имеющиеся в его распоряжении возможности и скрытые резервы [29].

Дискуссионным является вопрос о составе компонентов экономического потенциала. Наиболее часто выделяют такие его составляющие, как трудовой, производственный, финансовый, инновационный потенциалы [29, с. 119]. По мнению В. Д. Жарикова, «экономический потенциал включает в себя: производственный, финансовый, кадровый, инвестиционный и инновационный потенциалы» [30, с. 194]. Согласно Ю. В. Тимофеевой, экономический потенциал предприятия можно разделить на «производственно-технический, трудовой, маркетинговый, инновационный и финансово-инвестиционный потенциалы» [31, с. 13]. Как считает Е. В. Волкова, в составе экономического потенциала необходимо выделение ресурсного и обслуживающего (состоящего из управленческого, экспортного, информационно-технологического, маркетингового, инвестиционного и инновационного потенциалов) [32].

Как видим, инвестиционный потенциал может быть представлен как один из компонентов экономического потенциала. Вместе с тем сложность и многогранность самой категории «инвестиции», а также специфика инвестиционной деятельности предприятий и организаций предопределяют возможность рассмотрения инвестиционного потенциала как самостоятельной экономической категории.

Анализ сложившихся подходов к исследуемой категории показывает, что определены два направления в исследованиях ее экономической сущности:

- инвестиционный потенциал как совокупные инвестиционные возможности источника финансовых ресурсов (сбережений населения, кредитной системы, банка, инвестиционного фонда или иного инвестора),

отражающих максимально возможный объем инвестиционных ресурсов из этого источника;

• инвестиционный потенциал экономики в целом и отдельных субъектов (по уровням). В своих исследованиях авторы рассматривают инвестиционный потенциал экономики в целом, региона, отрасли, предприятия (организации). Следует отметить, что наибольшее распространение получили исследования инвестиционного потенциала на региональном уровне.

Категория «инвестиционный потенциал» по причине своей комплексности является предметом исследований различных областей знаний. «Новая экономика предопределила растущую потребность в обобщающих междисциплинарных подходах, позволяющих расширить научное мировоззрение, используя принцип организации научного знания в условиях взаимодействия многих дисциплин для достижения поставленной цели» [33, с. 82]. В этой связи, учитывая многогранность исследуемой категории, представляется целесообразным выделить новые аспекты, что даст возможность развить теоретические основы формирования и использования инвестиционного потенциала предприятия (организации) и придать прикладной характер проводимым исследованиям. Изучение экономической литературы по данному вопросу позволило особо отметить следующие основные трактовки понятия «инвестиционный потенциал предприятия» [32, 34–44] (приложение Б).

После систематизации представленных определений можно вычлени три основных подхода к исследуемому понятию:

- 1) совокупность инвестиционных ресурсов,
- 2) совокупность инвестиционных возможностей,
- 3) комбинированный подход.

На наш взгляд, первые два подхода по отдельности сужают представление об инвестиционном потенциале. Так, ресурсный подход не позволяет учесть потенциальные возможности предприятия по инвестированию, а подход с позиций инвестиционных возможностей – имеющуюся базу для их реализации. По этой причине более целостным и комплексным выглядит комбинированный подход к определению данной категории.

В контексте финансового управления наиболее значимыми определениями категории «инвестиционный потенциал предприятия» представляются следующие: «инвестиционный потенциал как возможность предприятия инвестировать в свое собственное развитие, покупая различные активы и создавая дополнительные финансовые потоки» (Л. А. Сипко) [39];

«инвестиционный потенциал отражает способность компании эффективно использовать имеющиеся инвестиционные ресурсы для реализации инвестиционных возможностей» (Е. Н. Мельтенисова) [42]; «инвестиционный потенциал можно представить как совокупность инвестиционных ресурсов, а также условий и возможностей для их эффективного вложения» (Е. Е. Шваков) [43]; «инвестиционный потенциал предприятия – это способность реализовать комплекс инвестиционных мер, относительно генерирования дополнительных финансовых потоков за счет мобилизации имеющихся ресурсов с целью повышения стоимости объекта инвестирования» (Н. А. Адамайтис) [44].

Как видно из представленных определений, большинство авторов сходятся во мнении, что основу формирования инвестиционного потенциала предприятия составляют его инвестиционные ресурсы. От характера формирования этих ресурсов во многом зависит уровень эффективности не только инвестиционной, но и всей производственно-хозяйственной деятельности предприятия. При этом для многих как отечественных, так и зарубежных исследований характерно, что понятие «инвестиционные ресурсы» хотя и используется, но прямо не определяется.

Рассмотрим основные подходы современных исследователей к определению сущности категории «инвестиционные ресурсы».

Анализ проведенных исследований по данной тематике позволил выявить два основных подхода. *Первый подход* может быть описан следующим определением: «Инвестиционные ресурсы представляют собой все виды финансовых активов, привлекаемых для осуществления вложений в объекты инвестирования» [45]. Подобной точки зрения придерживаются В. В. Ковалев [46], Дж. М. Розенберг [47], В. В. Шеремет [48] и другие исследователи. Безусловно, высокая ликвидность делает такие финансовые активы, как денежные средства и определенные категории ценных бумаг, основной формой инвестиционных ресурсов, способных в случае необходимости быть легко трансформированными в любую требующуюся форму активов. Вместе с тем данное определение недостаточно полно раскрывает понятие «инвестиционные ресурсы», предполагая возможность их существования исключительно в виде денежных средств, ценных бумаг и прочих финансовых активов.

Однако теория и практика осуществления инвестиционной деятельности показывают, что при ее осуществлении инвестиционные ресурсы могут привлекаться и в иных формах: материальной (здания, машины, оборудование), нематериальной (патенты, ноу-хау, товарные знаки и т.д.). В таком понима-

нии инвестиционные ресурсы рассматриваются в работах В. С. Барда [49], Л. Н. Павловой [50], Н. Л. Маренкова [51], которые определяют инвестиционные ресурсы как «ценности, вкладываемые в те или иные инвестиционные проекты с целью прироста богатства в том или ином виде» – *второй подход*.

Определения, предложенные указанными авторами, расширяют возможный состав инвестиционных ресурсов.

По нашему мнению, наиболее корректным в рамках второго подхода представляется определение термина «инвестиционные ресурсы», отраженное в работах И. А. Бланка, который характеризует инвестиционные ресурсы предприятия как «все формы капитала, привлекаемого им для осуществления вложений в объекты реального и финансового инвестирования» [52].

Инвестиционные ресурсы предприятия формируются за счет различных источников, которые принято подразделять на собственные и заемные, внутренние и внешние [53]. Наиболее емкий подход к классификации инвестиционных ресурсов представлен В. В. Ковалевым, А. С. Ивановым, В. Е. Лялиным. «Классификация инвестиционных ресурсов осуществляется по следующим основным признакам:

а) по титулу собственности: собственные и заемные инвестиционные ресурсы;

б) по натурально-вещественной форме: инвестиционные ресурсы в денежной, финансовой, материальной и нематериальной формах;

в) по принадлежности к резидентам: инвестиционные ресурсы, формируемые за счет отечественного и иностранного капитала;

г) по источникам привлечения: внутренние и внешние инвестиционные ресурсы» [54].

Учитывая, что *предмет настоящего исследования* – финансовое управление процессами формирования и реализации инвестиционного потенциала предприятия (организации), рассмотрим соотношение понятий «инвестиционные ресурсы» и «финансовые ресурсы».

Трактовки различными авторами экономической категории «финансовые ресурсы» неоднозначна. Основные подходы к определению названной категории представлены в приложении В [1, 50, 55–70]. Анализ представленных определений позволяет выделить в них общее – денежные средства (в широком понимании как совокупность всех денежных доходов и поступлений), направляемые на осуществление затрат или (и) формирование резервов. Другими словами, «финансовые ресурсы представляют собой совокупность мобилизуемых и используемых денежных средств государством и хозяйствующими субъектами для выполнения своих функций» [71].

Поскольку инвестиционные вложения носят долгосрочный характер, финансовые ресурсы, направляемые на их осуществление, должны быть постоянными или как минимум соответствующими этим вложениям по срокам окупаемости.

Определение той части финансовых ресурсов, которая направляется на осуществление инвестиций, дается неявно (например, «финансовые ресурсы на цели капитального инвестирования» [59, с. 200]) и очень часто подменяется понятием «инвестиционные ресурсы». Вместе с тем, как показано выше, инвестиционные ресурсы – это не только финансовые ресурсы, но и иные материальные и нематериальные активы, используемые при осуществлении инвестиционной деятельности. Поэтому представляется необходимым выделить в составе финансовых ресурсов часть, непосредственно связанную с использованием на инвестиционные цели (далее – финансовых ресурсов инвестиционной деятельности).

По отношению к организации финансовые ресурсы, направляемые на осуществление инвестиционной деятельности, принято разделять на внутренние и внешние. «Формирование и использование финансовых ресурсов неразрывно связано с проводимой финансовой и инвестиционной политикой. Расширение масштабов инвестирования в основной капитал предполагает мобилизацию значительных объемов финансовых ресурсов из внутренних и внешних источников» [59, с. 201]. По мнению С. Б. Кортиной, «необходимо разграничить внутренний инвестиционный потенциал предприятия и потенциал привлеченных инвестиций» [40, с. 12]. В соответствии с данным подходом рассмотрим более подробно формирование внутренних и внешних финансовых ресурсов инвестиционной деятельности.

К источникам внутренних финансовых ресурсов инвестиционной деятельности относятся чистая прибыль и амортизационные отчисления [52, 54, 72]. Финансовый инструментарий их формирования включает определение принципов амортизационной политики предприятия (организации) и распределения чистой прибыли на капитализируемую (реинвестируемую) и потребляемую части соответственно. При этом «уровень капитализации чистой прибыли каждое предприятие определяет индивидуально исходя из специфики текущей и инвестиционной деятельности и сложившихся условий на рынке капитала» [59, с. 201], равно как и амортизационная политика индивидуальна для каждого субъекта хозяйствования. Как показывает практика, реализация инвестиционных проектов при осуществлении расширенного воспроизводства в силу ограниченности внутренних источников

финансовых ресурсов, как правило, невозможна без привлечения внешних финансовых ресурсов инвестиционной деятельности.

Финансовые инструменты привлечения внешних финансовых ресурсов гораздо более многообразны. Для их характеристики рассмотрим следующие категории, формирующие системную основу внешнего инвестирования в деятельность предприятия: инвестор, инструмент привлечения инвестиций, способ внешнего инвестирования в предприятие.

Согласно Закону Республики Беларусь от 12 июля 2013 г. № 53-З «Об инвестициях» инвестором признается любое лицо (юридическое или физическое), осуществляющее инвестиции на территории Республики Беларусь [15]. Согласно Закону Республики Беларусь «О рынке ценных бумаг» от 5 января 2015 года № 231-З «инвестор – субъект гражданского права, объектом инвестирования которого являются эмиссионные ценные бумаги» [73].

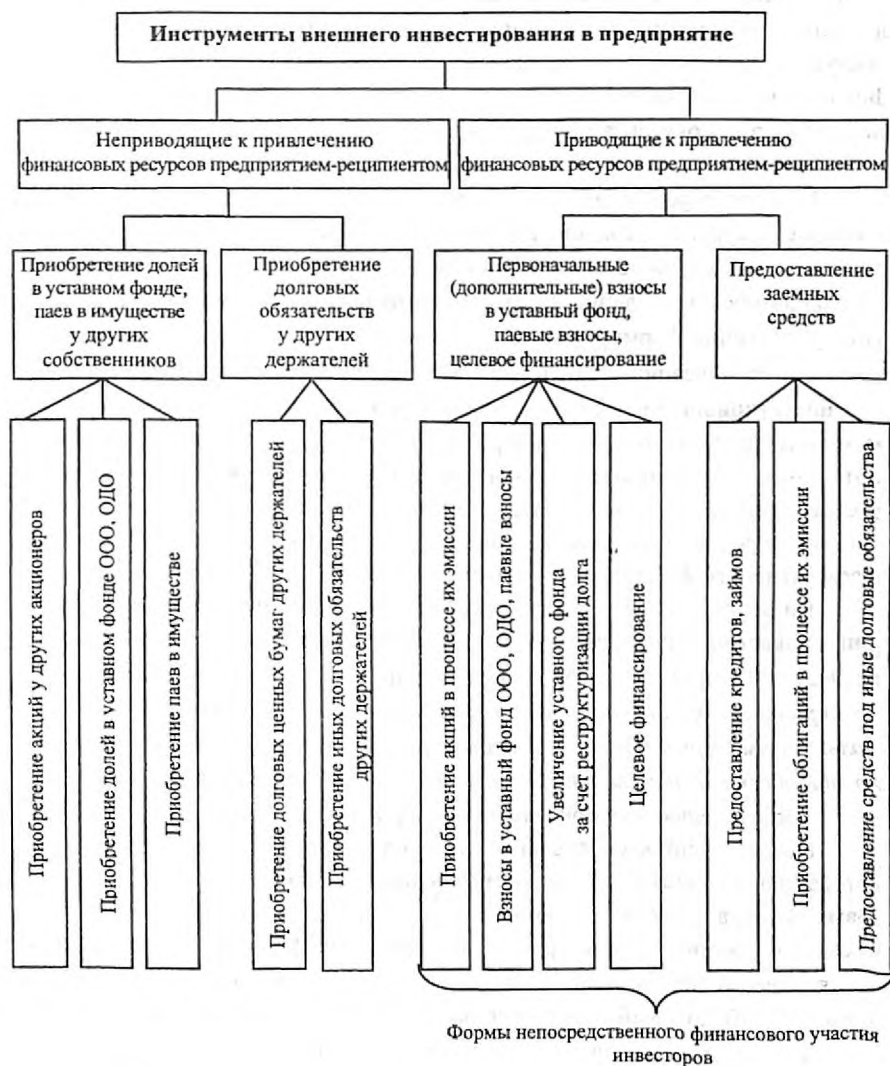
Общепринятым в экономической литературе является деление инвесторов на стратегических, портфельных и кредитных [74–78]. Следует отметить, что Закон «Об инвестициях» не регулирует отношения по поводу предоставления денежных средств предприятию в виде кредита, займа (эти экономические отношения регулируются Банковским кодексом и постановлениями Правления Национального банка Республики Беларусь), приобретения ценных бумаг, кроме акций (регулируется Законом «О рынке ценных бумаг»), то есть кредитные инвесторы не в полной мере представлены в нормативно-правовом поле регулирования осуществления инвестиций в Республике Беларусь.

Анализ существующих подходов [75, 77, 78] позволил сделать вывод, что в качестве инструмента привлечения инвестиций понимается определенный способ оформления финансово-правовых отношений с инвестором, используемый для привлечения на долгосрочной основе финансовых ресурсов инвестиционной деятельности. Конкретными инструментами привлечения инвестиций в зависимости от организационно-правовой формы осуществления деятельности предприятия-реципиента могут выступать доли в уставном фонде, паи в имуществе, акции, облигации, инвестиционные кредиты, инвестиционные займы, другие долгосрочные обязательства.

Применение того или иного инструмента привлечения инвестиций определяет содержание соответствующих способов внешнего инвестирования в предприятие, которые, исходя из эмпирической информации о способах инвестирования, а также на основе исследований [78], целесообразно дифференцировать в зависимости от возможности формирования финан-



совых ресурсов инвестиционной деятельности у предприятия-реципиента на группы, представленные на рисунке 1.2.



**Рисунок 1.2. – Классификация инструментов внешнего инвестирования**

*Источник:* собственная разработка автора на основе анализа специальной экономической литературы [15, 73, 75, 77, 78].

Очевидно, что только при соответствии объектов инвестирования инструментам привлечения инвестиций финансовые ресурсы инвестора трансформируются в располагаемые финансовые ресурсы инвестиционной деятельности предприятия-реципиента. В ином случае денежные средства поступают другим субъектам экономики. Названное условие согласования финансовых интересов инвестора и предприятия-реципиента должно быть положено в основу организации финансовых отношений по поводу формирования и использования инвестиционного потенциала предприятия.

На основе результатов исследования сущности категорий «инвестиционные ресурсы», «финансовые ресурсы», «финансовые ресурсы инвестиционной деятельности», источников их формирования систематизируем подход авторского видения предмета настоящего исследования – финансового управления формированием и использованием инвестиционного потенциала организации. Так, на современном этапе экономического развития инвестиционный потенциал относится к новым более сложным формам потенциала (в отличие, например, от производственного, трудового потенциала). Достичь оптимального процесса преобразования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности в инвестиционные затраты конкретного предприятия возможно при условии его непрерывного развития и эффективного формирования и использования.

На основе анализа существующих подходов к определению категории «инвестиционный потенциал предприятия» в контексте настоящего исследования принята следующая дефиниция: *инвестиционный потенциал предприятия (организации) для целей финансового управления – максимально возможный объем финансовых ресурсов инвестиционной деятельности, обеспечивающий повышение стоимости предприятия (организации) на основе генерирования дополнительных финансовых потоков.*

Представленное определение отражает природу изучаемой категории, которая заключается в возможности генерирования дополнительных финансовых потоков инвестиций только при условии их эффективного вложения. Кроме того, в определении представлен критерий эффективности использования инвестиционного потенциала – увеличение стоимости предприятия (организации), который ляжет в основу методического инструментария.

Формирование и использование инвестиционного потенциала организации включает в себя процессы формирования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности, преобразования их в активы и использования (активов) в деятельности субъекта экономики (рисунок 1.3).



На рисунке 1.3 наглядно представлена цикличность процессов формирования и использования инвестиционного потенциала предприятия, которая с учетом понимания инвестиций как «динамического процесса смены форм капитала, последовательного преобразования первоначальных ресурсов и ценностей в инвестиционные затраты и превращения вложенных средств в прирост капитальной стоимости в форме дохода» [26] позволяет выделить их следующие стадии: формирования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности; преобразования инвестиционных вложений в активы (инвестиционная); использования активов; распределения финансового результата.



**Рисунок 1.3. – Общая схема формирования и использования инвестиционного потенциала предприятия**

*Источник:* собственная разработка автора.

Первая стадия является основополагающей для процесса формирования инвестиционного потенциала: предприятие (организация) формирует финансовые ресурсы инвестиционной деятельности за счет внутренних источников, а при их недостаточности должно обладать способностью к аккумуляции финансовых ресурсов из внешних источников.

Вторая – представляет собой начальный этап использования инвестиционного потенциала. Как отмечает В. В. Бочаров, «на стадии проектирования предприятия (объекта) финансовые ресурсы необходимы для финансирования подготовки проекта к реализации (проектно-изыскательские работы, отвод земельного участка, экспертиза проекта и т.д.). На стадии инвестирования финансируют строительные-монтажные работы, приобретение оборудования и других капитальных активов» [59, с. 200]. В настоящем исследовании эти две стадии, названные В. В. Бочаровым, представлены инвестиционной, для которой определяющим является не только объем финансовых ресурсов, но и своевременность их поступления, а также вре-

менные рамки периода их освоения. Кроме того, согласно Р. К. Мукасееву, «применительно к инвестиционной деятельности следует отметить, что важно не только привлечение и аккумулярование финансовых ресурсов, но и их целевое использование» [79], что подчеркивает актуальность недопущения использования финансовых ресурсов, привлеченных на долгосрочной основе, на финансирование текущих нужд организации.

Третья стадия в полной мере отражает природу инвестиционного потенциала. Так, по мнению В. В. Бочарова, «потенциально финансовые ресурсы формируют на стадии производства, где создают новую стоимость и осуществляют перенос прежней стоимости на готовый продукт, но именно потенциально, поскольку работники предприятий производят не финансовые ресурсы, а продукты труда в материально-вещественной форме. Последние реализуют на рынке, где они и получают денежную оценку» [59, с. 196]. Другими словами, в процессе использования активов как результата имеющегося инвестиционного потенциала закладываются основы формирования его будущей величины, что является необходимой основой кругооборота финансовых ресурсов инвестиционной деятельности.

Однако сам факт эффективного использования активов не приводит автоматически к возобновлению или приращению финансовых ресурсов инвестиционной деятельности. Если, по В. В. Бочарову, «...реальное формирование финансовых ресурсов начинают только на стадии распределения, когда стоимость реализована...» [59, с. 196], то можно заключить, что на стадии распределения финансового результата окончательно определяется тип формирования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности в следующем цикле – «с сужением» либо «с приращением».

Выявленные сущностные характеристики исследуемых категорий, а также признанный перечень существующих объектов финансового менеджмента (важнейшим из которых являются инвестиции) представим в качестве теоретической основы финансового управления этими процессами. Такую задачу решает прикладная наука о финансах – *финансовый менеджмент*. Основные подходы к определению сущности понятия «финансовый менеджмент» представлены в приложении Г [1, 18, 63, 80–84].

Финансовый менеджмент есть особый вид деятельности, которая направлена на повышение эффективности управления финансами субъекта экономики. Из рассмотренных подходов к определению категории «финансовый менеджмент» можно выделить его основную задачу, а именно принятие финансовых решений по обеспечению наиболее эффективного управления финансовыми объектами. Финансовое управление вне зависимости

от объекта предполагает в первую очередь разработку методов и моделей, использование которых позволит достичь поставленных целей, конечной из которых должен быть устойчивый экономический рост [44, с. 99].

Учитывая выявленные существенные характеристики обозначенных выше категорий и понимая, что эффективность управления во многом зависит от четко сформированных алгоритмов и инструментария принятия управленческих решений, цель финансового управления инвестиционным потенциалом организации может быть сформулирована следующим образом: *повышение стоимости организации с обеспечением дополнительных финансовых потоков посредством применения специального финансового механизма управления инвестиционным потенциалом.*

В соответствии с обозначенной целью для каждой стадии формирования и использования инвестиционного потенциала организации определены задачи и функции финансового управления (таблица 1.1).

Таблица 1.1. – Задачи и функции финансового управления по стадиям формирования и использования инвестиционного потенциала

| Задачи и функции финансового управления | Стадии формирования и использования инвестиционного потенциала   |  |   |   |
|---|--|--|---|---|
|   | формирование финансовых ресурсов инвестиционной деятельности   | преобразование инвестиционных вложений в активы (инвестиционная)   | использование активов   | распределение прибыли   |
| Задачи финансового управления           | обеспечение предприятия финансовыми ресурсами  | обеспечение целевого использования финансовых ресурсов   | обеспечение заданной рентабельности инвестиций  | обеспечение заявленных выплат инвесторам и реинвестиций   |
| Функции финансового управления          | <ul style="list-style-type: none"> <li>• оценка исходного инвестиционного потенциала;</li> <li>• прогнозирование эффективности дополнительных инвестиций;</li> <li>• организация взаимодействия с инвесторами</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• контроль за целевым использованием финансовых ресурсов;</li> <li>• оценка риска;</li> <li>• регулирование стоимости капитала (при необходимости)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• контроль эффективности использования активов;</li> <li>• регулирование стоимости капитала (при необходимости)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• контроль и регулирование выплат инвесторам;</li> <li>• оценка эффективности</li> </ul> |

Источник: собственная разработка автора.

Основу современного финансового менеджмента составляют его концепции, предлагаемые в зарубежной теории и практике.

В рамках представленного исследования целесообразно использование положений основных концепций финансового менеджмента [85–101] (приложение Д):

- *концепции изменения стоимости денег во времени*, учитывающей неравноценность денежных потоков, полученных или ожидаемых к получению в различных периодах (обусловлена инфляцией, воздействием факторов риска и возможностями реинвестирования ранее полученных денежных средств) [91, 92]. Для настоящего исследования важно применение дисконтирования при определении стоимости организации;

- *концепции агентских отношений*, согласно которой между собственниками (акционерами) и менеджерами – доверенными лицами (агентами собственников) может существовать конфликт интересов в обеспечении максимизации благосостояния собственников [94].

В отношении настоящего исследования конфликт может иметь конкретное выражение на стадии распределения финансового результата, когда в неблагоприятные для организации периоды дивиденды акционерам могут быть ниже заявленных, что не способствует их дополнительным вложениям в её деятельность;

- *концепции временной неограниченности функционирования хозяйствующего субъекта*, базирующейся на том, что срок функционирования организации не устанавливается, а дает возможность использовать фундаменталистский подход для оценки её стоимости [100];

- *концепции стоимости капитала*, согласно которой любой источник финансирования является платным, а стоимость (цена) его использования в деятельности организации выражается в процентах и в совокупности определяет средневзвешенную стоимость капитала [98, 101]. В данном исследовании средневзвешенная стоимость капитала будет использована в качестве базы для сравнения с отдачей на инвестированный капитал.

Концепция стоимости капитала представляется одной из ключевых для целей настоящего исследования, так как её применение связано с обеспечением эффективности финансового управления практически по всем предложенным стадиям формирования и использования инвестиционного потенциала организации. Поэтому прогнозирование стоимости предприятия должно стать отправной точкой при выборе направлений использования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности, что предопределяет

актуальность применения концепций изменения стоимости денег во времени и временной неограниченности функционирования хозяйствующего субъекта. Основные положения концепции агентских отношений актуальны на последней стадии при регулировании выплат инвесторам.

Таким образом, на основе результатов исследования сущности категорий «инвестиционные ресурсы», «финансовые ресурсы», «инвестиционный потенциал предприятия» в данном разделе исследования обосновано, что финансовые ресурсы инвестиционной деятельности представляют собой часть финансовых ресурсов организации, направляемых на инвестиции. Тогда в соответствии с выбранным предметом под инвестиционным потенциалом предприятия (организации) для целей финансового управления понимается максимально возможный объем финансовых ресурсов инвестиционной деятельности, обеспечивающий повышение стоимости предприятия (организации) на основе генерирования дополнительных финансовых потоков.

Учитывая выявленные сущностные характеристики исследованных категорий и зависимость эффективности управления от четко сформированных алгоритмов и инструментария принятия управленческих решений, цель финансового управления инвестиционным потенциалом сформулирована следующим образом: *повышение стоимости организации с обеспечением дополнительных финансовых потоков посредством применения специального финансового механизма управления инвестиционным потенциалом.*

На основе выявленной цикличности формирования и использования инвестиционного потенциала организации и особенностей движения финансовых ресурсов инвестиционной деятельности были выделены следующие стадии исследуемого процесса: формирование финансовых ресурсов инвестиционной деятельности; преобразование инвестиционных вложений в активы (инвестиционная); использование активов; распределение прибыли. В соответствии с обозначенной целью для каждой стадии формирования и использования инвестиционного потенциала организации определены задачи и функции финансового управления (см. таблицу 1.1).

Предложенные задачи финансового управления предопределили требования к результатам управления финансовыми ресурсами на каждой стадии формирования и использования инвестиционного потенциала организации, что обуславливает необходимость дальнейшего рассмотрения факторов, определяющих эти процессы в организации.

## **1.2 КЛАССИФИКАЦИЯ ФАКТОРОВ, ОПРЕДЕЛЯЮЩИХ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОТЕНЦИАЛ ОРГАНИЗАЦИИ**

В условиях современного развития все экономические процессы происходят, а их результаты формируются под влиянием определенных факторов как внутреннего, так и внешнего характера. Процесс формирования и развития инвестиционного потенциала субъекта экономических отношений, как и уровень результативности управления им, обусловлены многими факторами. Проблема выделения этих факторов многоаспектна.

Многие исследователи определяют состав факторов через компоненты инвестиционного потенциала.

Так, например, по мнению О. Ф. Семькиной, в составе инвестиционного потенциала «производственный потенциал организации определяется наличием материально-вещественных ресурсов и возможностями их эффективного использования; финансовый – наличием финансовых ресурсов и возможностями организации структурировать их в фонды целевого назначения, предназначенные для ведения инвестиционной деятельности; интеллектуальный – наличием интеллектуальных ресурсов и возможностями использовать их посредством применения знаний и трудовых умений персонала; инновационный – наличием и возможностями использования информационных ресурсов» [102].

Похожее понимание факторов инвестиционного потенциала прослеживается и у В. Н. Мякшина: «Первый блок представляет производственный потенциал, который выражает возможности инвестиционного рынка обеспечивать инвестиционный процесс основными и оборотными средствами; второй блок представляет финансовый потенциал – совокупность финансовых ресурсов, обеспечивающих инвестиционный процесс, воспроизводство капитала; третий блок представляет трудовой потенциал – совокупность трудовых ресурсов, способных обеспечивать инвестиционный процесс, воспроизводство капитала с минимальными затратами производственных и финансовых ресурсов в оптимальные сроки их окупаемости; четвертый блок представляет природные ресурсы; пятый блок – инновационный потенциал» [103].

Однако, по нашему мнению, такой подход – выделение факторов через состав компонентов или сумму частных потенциалов – больше подходит для уровня страны или региона в целом.



Среди немногих имеющихся в литературе прямых определений факторов инвестиционного потенциала можно выделить такие подходы:

- В. Н. Пащенко, которая выделяет «факторы:

- внешней среды (платежеспособность заказчиков, система налогообложения, доступность коммерческого кредита);

- внутренней среды (состояние парка машин, достаточный объем инвестиций в основной капитал на развитие производственной базы, обеспеченность собственными финансовыми ресурсами, повышение удельного веса амортизационных отчислений в структуре источников финансирования)» [104];

- Е. В. Белова, Г. В. Ковальчук, по мнению которых «инвестиционный потенциал хозяйствующего субъекта складывается под влиянием двух основных групп факторов: факторы, обуславливающие накопление инвестиционных ресурсов предприятия; факторы, влияющие на формирование инвестиционных потребностей предприятия» [105];

- А. В. Новикова, М. В. Вергеева, придерживающиеся точки зрения, что «при исследовании инвестиционного потенциала организации обязательно нужно учитывать факторы, оказывающие влияние на его формирование и использование. Эти факторы можно разделить на две группы: внутренние (структура управления организации, финансовое положение, маркетинг, менеджмент и др.) и внешние (рыночная среда, инвестиционная привлекательность страны, конкуренты и др.) [106];

- В. А. Иваненко: «Для полного анализа инвестиционного потенциала необходимо принять во внимание следующие факторы: интеллектуальные ресурсы и интеллектуальный капитал, представленные в инвестиционных проектах; возможность привлекать инвесторов; наличие источников инвестиций; умение предприятия получать выгоду из собственных проектов путем преобразования их в увеличение собственной капитализации» [107].

Как видим, мнения авторов существенно различаются. Группы факторов не всегда конкретизируются, а в случае конкретизации факторы часто отражают отраслевую специфику организации.

В настоящем исследовании с учетом специфики его объекта и предмета, а также определенных в предыдущем разделе работы стадий сфокусируем внимание на группировке факторов, определяющих процессы формирования и использования инвестиционного потенциала предприятия.

Рассмотрим основные детерминанты этих процессов, представив их более широкую интерпретацию на основе рисунка 1.4.

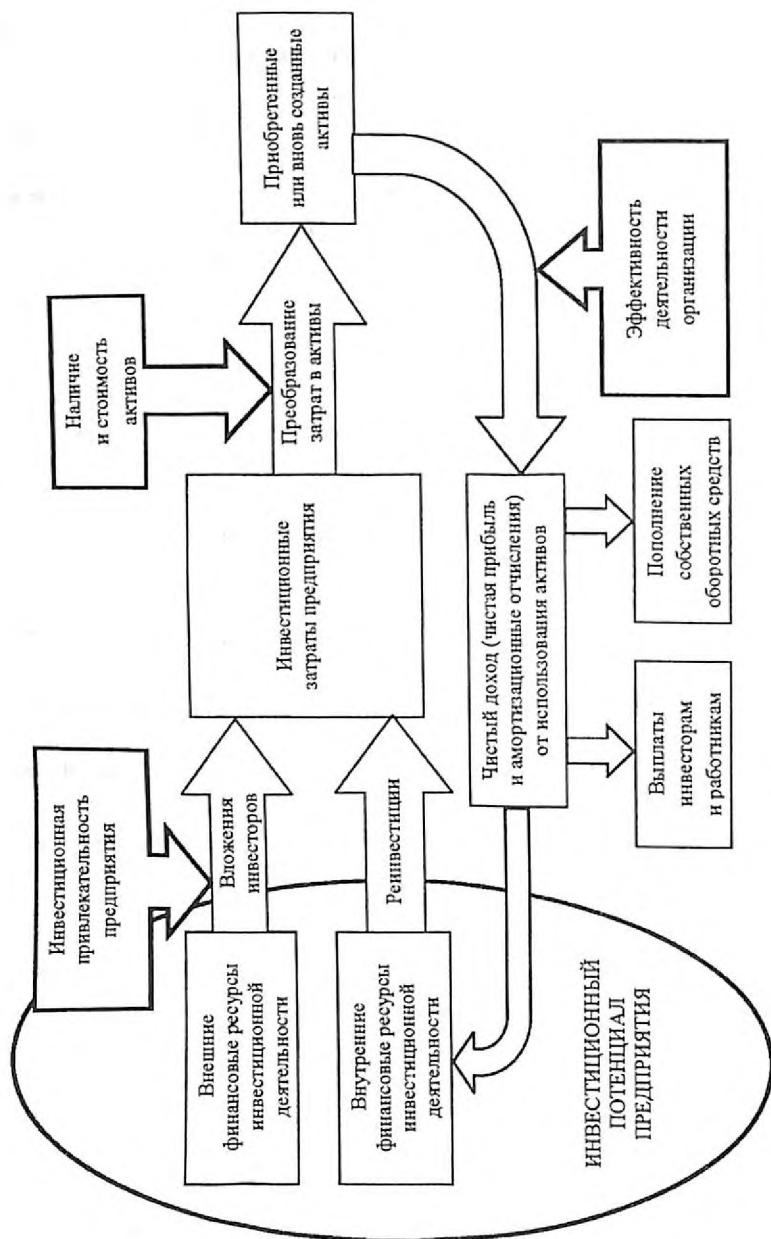


Рисунок 1.4. – Основные детерминанты процесса формирования и использования инвестиционного потенциала  
 Источник: собственная разработка автора.



Так, например, для стадии преобразования инвестиционных вложений в активы важную роль играет наличие этих активов и их стоимость, а для стадии использования активов – эффективность деятельности организаций.

Формирование финансовых ресурсов инвестиционной деятельности (первая стадия формирования и использования инвестиционного потенциала) во многом зависит от способности предприятия привлекать внешние инвестиции. «Для того чтобы расширить и усовершенствовать производство любому предприятию требуются реальные инвестиции, в связи с этим руководство предприятий рассматривает возможность привлечения внешних финансовых ресурсов. На успешность этого влияет ряд факторов, главным образом инвестиционная привлекательность самого предприятия» [107]. «Уровень инвестиционного потенциала по критерию “возможность привлечения долгосрочного капитала” также будет определяться степенью привлекательности предприятия для потенциального инвестора» [105].

Инвестиционная привлекательность (см. рисунок 1.4) является важнейшим критерием и основой для принятия положительного решения инвестором, без чего невозможно формирование финансовых ресурсов инвестиционной деятельности из внешних источников. Исследованию инвестиционной привлекательности на микроуровне посвящены работы таких авторов, как В. А. Бабушкин, И. А. Бланк, Л. С. Валинурова, В. М. Власова, Д. А. Ендовицкий, А. В. Коренков, М. Н. Крейнина, Э. И. Крылов, Ю. В. Севрюгин, Н. В. Смирнова, Е. Н. Староверова и другие. В их работах рассматриваются различные сущностные аспекты инвестиционной привлекательности предприятий, подходы к выделению факторов, ее определяющих, методические основы ее оценки.

Само понятие инвестиционной привлекательности предприятия многогранно и трактуется неоднозначно. Подходы к инвестиционной привлекательности предприятия зарубежных ученых и практиков основаны на анализе этой категории с точки зрения привлекательности его ценных бумаг, которая определяется самим инвестором с учетом взаимосвязи риска и доходности, а также субъективных предпочтений [108]. При этом конкретного определения этого термина в зарубежной литературе не приводится.

Российские ученые по-разному определяют смысл данной экономической категории, закрепляя за ней набор свойственных только ей характеристик. На начальных этапах перехода к рынку широкое распространение получил так называемый традиционный подход к исследуемой категории, который основан на ее отождествлении с отдельными компонентами финансового состояния предприятия. Например, М. Н. Крейнина подчеркивает

зависимость инвестиционной привлекательности предприятия от комплекса коэффициентов, характеризующих его финансовое состояние [109, с. 31].

Следующее определение дают Н. А. Русак и В. А. Русак: «Инвестиционная привлекательность предприятия – целесообразность вложения в него свободных денежных средств» [110, с. 282]. Подобное мнение выражает и Т. Н. Матвеев. Инвестиционная привлекательность, с его точки зрения, «комплексный показатель, характеризующий целесообразность инвестирования средств в данное предприятие» [111].

Согласно Л. С. Валинуровой, инвестиционная привлекательность предприятия – это «совокупность объективных признаков, свойств, средств и возможностей, обуславливающих потенциальный платежеспособный спрос на инвестиции» [112, с. 16]. По мнению Ю. В. Севрюгина, «инвестиционная привлекательность предприятия – это система количественных и качественных факторов, характеризующая платежеспособный спрос предприятия на инвестиции» [113, с. 7].

Нельзя не отметить большую широту трактовок, однако следует отметить их некоторую размытость и абстрактность.

Более полное и обоснованное определение дают В. М. Власова, М. Г. Егоров, И. В. Журавкова, Э. И. Крылов [114, с. 28]. Они говорят об инвестиционной привлекательности предприятия как о «самостоятельной экономической категории, характеризующейся не только устойчивостью финансового состояния предприятия, доходностью капитала, курсом акций или уровнем выплаченных дивидендов», и в то же время отмечают ее зависимость от конкурентоспособности продукции, клиентоориентированности предприятия, выражающейся в наиболее полном удовлетворении запросов потребителей, а также от уровня инновационной деятельности хозяйствующего субъекта.

В целом позиция этих авторов в части связи инвестиционной привлекательности с финансовым состоянием разделяется В. А. Бабушкиным, Н. А. Батуриной и Д. А. Ендовицким. По их мнению, это предположение справедливо как для организаций-проектостроителей, так и для хозяйствующих субъектов, выпускающих ценные бумаги [115, с. 14].

Ряд исследователей в определении инвестиционной привлекательности предприятия отмечают значимость оценки уровня инвестиционной привлекательности страны, отрасли и региона.

Так, А. В. Коренков дает следующее определение: «Инвестиционная привлекательность промышленного предприятия – это наличие условий

инвестирования, определяемых как фондовыми и фундаментальными показателями хозяйствующего субъекта, так и экономики отрасли, региона и страны в целом, и позволяющих потенциальному инвестору с большой вероятностью рассчитывать на эффективность вложений в выбранной инвестиционной стратегии» [116, с. 11].

По мнению А. В. Паюсова, «под финансово-инвестиционной привлекательностью хозяйствующего субъекта необходимо понимать не только количественные показатели его деятельности, побуждающие потенциальных инвесторов осуществить вложение капитала в инвестиционный проект компании, отказавшись от альтернативных инвестиций как в настоящее время, так и будущем, но и экономическое состояние среды функционирования хозяйствующего субъекта» [117, с. 8]

Согласно Е. Н. Старовой, следует рассматривать инвестиционную привлекательность как «комплексную характеристику предприятия – объекта инвестирования, отражающую конкурентный потенциал, инвестиционную и социальную эффективность, с учетом изменения регионального и странового инвестиционного климата» [118, с. 10].

В некоторых определениях больше внимания уделяется предприятию, привлекающему инвестиции, и перспективам его развития.

Так, Н. В. Лаврухина высказывает мнение, что «инвестиционная привлекательность предприятия – это прежде всего его возможность вызвать коммерческий или иной интерес у реального инвестора, включая способность самого предприятия “принять инвестиции” с целью получения реального экономического эффекта – роста рыночной стоимости предприятия» [119]. С точки зрения Н. А. Зайцевой, «инвестиционная привлекательность характеризуется состоянием объекта, его дальнейшего развития, перспектив доходности и роста» [120]. В определении Н. В. Смирновой, «инвестиционная привлекательность – это оценка объективных возможностей состояния объекта и направлений инвестирования, формируемая при подготовке принятия решения инвестором» [121, с. 10]. Однако системное взаимодействие предприятия, привлекающего инвестиции, с потенциальными инвесторами в этих определениях не прослеживается.

Классифицируя представленные точки зрения на дефиницию категории «инвестиционная привлекательность предприятия», можно выделить несколько подходов к определению ее экономической сущности:

- отождествление инвестиционной привлекательности предприятия с привлекательностью его ценных бумаг;

- рассмотрение инвестиционной привлекательности предприятия в качестве производной от его финансового состояния;
- представление инвестиционной привлекательности предприятия в виде совокупности различных факторов (количественных и качественных, внутренних и внешних);
- инвестиционная привлекательность как способность самого предприятия привлечь инвестиции.

Таким образом, инвестиционная привлекательность интерпретируется по-разному в зависимости от принимаемых во внимание факторов и показателей, при этом важным аспектам, определяющим сущность исследуемой категории, уделено недостаточное внимание. В существующих подходах не отражены аспекты взаимодействия инвесторов и предприятий-реципиентов, а также их возможности по дальнейшему использованию инвестиционных ресурсов, поскольку значительная часть исследователей рассматривает данную экономическую категорию только с позиции потенциального инвестора. Кроме того, не принимаются во внимание такие сущностные характеристики инвестиционной привлекательности, как конкретные способы привлечения предприятием (организацией) средств потенциальных инвесторов.

В целях дальнейшей разработки методического обеспечения оценки инвестиционного потенциала предприятия более полно раскроем экономическую сущность категории «инвестиционная привлекательность предприятия». По нашему мнению, ее характеристики и факторы должны соответствовать понятию «возможность привлечения финансовых ресурсов инвестиционной деятельности» и способствовать четкому достижению целей и согласованию финансовых интересов инвестора и предприятия-реципиента.

Учитывая отмеченную выше связь категорий «инвестиционный потенциал предприятия» и «инвестиционная привлекательность предприятия» рассмотрим существующие подходы к выделению факторов, определяющих инвестиционную привлекательность.

Наиболее распространенным и широко применяемым является деление факторов инвестиционной привлекательности предприятия на две группы: внешние и внутренние. По мнению Р. А. Ростиславова, в составе внешних можно выделить «три группы факторов: инвестиционная привлекательность страны, инвестиционная привлекательность региона, инвестиционная привлекательность отрасли» [122, с. 42]. Подобного мнения придерживаются М. Ю. Белякова [123, с. 10], О. В. Коробова, С. Б. Овчаренко [124, с. 92], А. В. Паюсов [117, с. 12].

В отношении внутренних факторов среди исследователей нет подобного единодушия. Так, Р. А. Ростиславов в качестве наиболее значимых из них называет финансовое положение, производственный потенциал, качество менеджмента и рыночную устойчивость [122, с. 43]. Внутренние факторы, выделяемые Д. А. Ендовицким, следующие: финансовое состояние предприятия, организационная структура управления, степень инновационности продукции, стабильность генерирования денежного потока, уровень диверсификации продукции [125]. Согласно Ю. В. Севрюгину, внутренние факторы можно разделить по двум комплексным областям: финансовое состояние и корпоративное управление [113, с. 14]. Как считает О. В. Шнайдер, необходимо выделять экономический и рыночный потенциалы [126, с. 14]. По мнению М. А. Шемчук, обязательны к рассмотрению такие внутренние факторы, как доходность инвестиций, конкурентоспособность предприятия, качество менеджмента, риск инвестирования [127].

Как видим, большинство из названных факторов инвестиционной привлекательности предприятия являются одновременно и факторами, определяющими его инвестиционный потенциал.

В целях разработки методического обеспечения финансового управления инвестиционным потенциалом предприятия с учетом названных существенных характеристик инвестиционной привлекательности систематизируем факторы по стадиям его формирования и использования.

В соответствии с названным признаком совокупность факторов разделим на следующие группы:

- определяющие способность формирования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности;
- преобразующие инвестиционные вложения в финансовые результаты;
- обеспечивающие возврат инвестиций (рисунок 1.5).

Факторы, определяющие инвестиционную привлекательность, разделим по уровням оценки: на страновом, отраслевом уровнях и сравнительной оценки предприятий.

На наш взгляд, факторы инвестиционной привлекательности на уровне страны в достаточной степени репрезентативно представлены в рейтингах авторитетных международных агентств: «Standard & Poor's», «Moody's Investor Service», «Fitch IBCA», аналитических служб журналов «The Economist», «Euromoney», «Institutional Investor» и ICRG (International Country Risk Guide – Международное агентство по оценке страновых рисков).

Каждый из этих рейтингов включает достаточно широкий спектр показателей. Свою оценку потенциала привлечения прямых иностранных ин-

вестиций проводит и UNCTAD (Конференция ООН по торговле и развитию). Определенные аспекты инвестиционной привлекательности страны отражаются в рейтинге ведения бизнеса (Doing Business) Всемирного банка. Все это позволяет потенциальному инвестору получить объективную оценку страновой инвестиционной привлекательности.



**Рисунок 1.5. – Классификация групп факторов формирования и использования инвестиционного потенциала предприятия**

*Источник:* собственная разработка автора.

Отраслевые факторы инвестиционной привлекательности, как показал анализ, в гораздо большей степени зависимы от мнения конкретных исследователей в отношении отбора наиболее значимых из них, формирования их количественных оценок и выбора способа свода частных факторных компонентов в интегральный показатель. В этом направлении необходима корректировка существующих методик с учетом имеющейся у инвестора информации. Следует отметить также опциональность учета факторов страновой и отраслевой инвестиционной привлекательности.

Сравнительная оценка инвестиционной привлекательности предприятий важна не только для инвесторов, но и предприятий-реципиентов с целью определения их конкурентной позиции на инвестиционном рынке.



Факторы, определяющие эффективность имеющихся финансовых ресурсов инвестиционной деятельности, актуальны в целях оценки исходного инвестиционного потенциала организации. Конкретное содержание этой группы факторов индивидуально для каждого предприятия.

Факторы преобразования инвестиционных вложений в активы отражают способность предприятия своевременно освоить финансовые ресурсы, предоставляемые инвестором, а также мобилизуемые из внутренних источников. К числу наиболее типичных факторов этой стадии относятся продолжительность периода освоения инвестиционных затрат, целевое использование финансовых ресурсов инвестиционной деятельности и своевременность их поступления.

Факторы эффективного использования активов в предлагаемой системе рассматриваются в качестве основополагающих, поскольку именно они определяют способность предприятия генерировать ожидаемый чистый доход от инвестиционных вложений. Факторы эти сугубо индивидуальны и для многих предприятий носят в числе других и ситуационный характер.

Факторы, обеспечивающие возврат инвестиций, характеризуют возможность при необходимости вернуть инвестированный капитал и обеспечить инвесторам получение ожидаемого дохода. Их состав и содержание варьируются в зависимости от типа инвестора (стратегического, портфельного или кредитного).

Учитывая то обстоятельство, что на стадии формирования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности существенная роль принадлежит факторам, определяющим инвестиционную привлекательность, в целях разработки методического обеспечения финансового управления формированием и использованием инвестиционного потенциала, необходимо уделить внимание методическим подходам к ее оценке.

Большинство исследователей для целей оценки инвестиционной привлекательности предприятий предлагают рассчитывать интегральный показатель, формируемый на основе совокупности частных показателей, состав которых определяется, как правило, предлагаемыми авторами факторов инвестиционной привлекательности.

В ряде существующих методик применяется балльная оценка частных показателей. Такие методики разработаны Ю. В. Севрюгиным (финансовое состояние, рыночное окружение, корпоративное управление, трехбалльная система оценки) [113, с. 15]; М. А. Шемчук (инвестиционная привлекательность отрасли, инвестиционная привлекательность региона,

инвестиционная привлекательность предприятия, двухбалльная система оценки) [127, с. 11]; А. В. Шульгиной (финансовое состояние, ресурсный потенциал, внешнее окружение, трехбалльная система оценки) [128, с. 10]. Эти исследователи предлагают определять интегральный показатель инвестиционной привлекательности как среднюю арифметическую взвешенную баллов частных показателей, весовые коэффициенты которых определяются методом экспертных оценок.

Проблемными местами названных методик являются авторские интерпретации перевода количественных значений и качественных состояний частных показателей в баллы. Кроме того, все перечисленные исследователи включают в один интегральный показатель разноуровневые частные показатели инвестиционной привлекательности. Так, например, в методике Ю. В. Севрюгина весовые коэффициенты для инвестиционной привлекательности региона и отрасли в интегральном показателе составляют соответственно 0,03.

Другим возможным способом приведения различных частных показателей к одному измерению является их нормирование – приведение к безразмерному виду путем деления на эталонное (как правило, максимальное) значение. В некоторых методиках нормирование проводится по отношению к разности максимального и минимального значения.

Способ свода при нормировании посредством деления на эталонное значение по аналогии с методикой Е. В. Негашева, Р. С. Сайфулина и А. Д. Шеремета [129, с. 185] предлагается осуществлять методом расстояний, то есть для каждого нормированного показателя предприятия находится дополнение до единицы, которое возводится в квадрат, суммируются все квадраты дополнений до единицы по данному предприятию и из суммы извлекается квадратный корень [130]. Такая оценка показывает степень близости показателей сравниваемого предприятия к эталонным показателям.

Аналогичного подхода придерживаются Г. Л. Игольников и Е. Г. Патрушева. Авторы предлагают отдельно проводить интегральную нормированную оценку по группам показателей финансового состояния, экономичности (интенсификации) развития производства, доходности и ликвидности, риска [131, с. 54]. При свode в интегральный показатель учитываются весовые коэффициенты, дифференцируемые в зависимости от типа инвестора [132, с. 55–56].

Для свoda показателей, нормированных по отношению к разности максимального и минимального значений, обычно применяется метод ад-



дитивной свертки с учетом веса каждого частного показателя в итоговой оценке. Примером такой методики является алгоритм построения рейтинга эффективности предприятий российского агентства АК&М.

Все перечисленные методики основаны главным образом на оценке сложившегося (статического) состояния предприятия-реципиента. Поэтому следует уделить внимание методикам оценки инвестиционной привлекательности, основанным на прогнозировании будущего состояния предприятия-реципиента.

Так, А. А. Шапошников предлагает помимо анализа текущей экономической устойчивости проводить анализ перспективный анализ экономической устойчивости, а затем с учетом качественных факторов определять итоговый коэффициент инвестиционной привлекательности [133, с. 14]. Однако перспективный анализ автор предлагает проводить с использованием пятифакторной модели Альтмана, которая была разработана совершенно в других условиях и в настоящее время не может быть использован для прогнозирования финансового состояния предприятий в условиях переходной экономики.

Заслуживают внимания методики Н. В. Смирновой и Р. А. Ростиславова. В первой для оценки инвестиционной привлекательности предлагается рассчитывать соотношение внутренней стоимости предприятия (с учетом развития) и его рыночной стоимости [121, с. 12], во второй – будущей (прогнозной) и начальной стоимости предприятия [122, с. 12]. Очевидно, что в первом случае превышение числителя над знаменателем будет свидетельствовать о недооцененности предприятия рынком, во втором – о наличии реальной перспективы увеличения стоимости предприятия.

Все большее развитие получают методики оценки инвестиционной привлекательности с использованием принципов VBM (Value-based management – управление, направленное на создание стоимости) [134, с. 40].

Так, О. Д. Лозовой на основе концепции VBM предлагает рассчитывать показатель инвестиционной привлекательности с использованием модели оценки стоимости реальных опционов Блэка – Шоулза [135, с. 11]. Однако применение предложенной автором методики на практике требует многих допущений.

Таким образом, анализ публикаций свидетельствует о разнообразии методических подходов и показателей, применяемых для оценки инвестиционной привлекательности предприятий.

Классифицируем существующие методики оценки инвестиционной привлекательности предприятий по следующим признакам:

- по возможности количественного измерения применяемых показателей: количественные, качественные, комбинированные;
- по временному признаку: оценки текущего состояния; оценки будущего состояния, сопоставления будущего и текущего состояния;
- по способу приведения частных показателей к универсальным измерителям: основанные на балльной оценке, основанные на нормировании;
- по способу свода частных показателей в интегральный показатель: на основе метода расстояний, аддитивной свертки, средней геометрической.

Основными проблемами методического обеспечения оценки инвестиционной привлекательности предприятий являются следующие:

- основу многих методик составляют показатели финансового состояния, что, с одной стороны, позволяет учитывать общепринятые границы значений финансовых коэффициентов, а с другой – ограничивает область оценки только финансовыми показателями;
- ряд методик включает индикаторы рыночной капитализации и другие показатели, которые могут быть рассчитаны на практике только в условиях развитого фондового рынка;
- учет в некоторых методиках расчета интегральной оценки инвестиционной привлекательности показателей инвестиционного климата и привлекательности отрасли в одном ряду с показателями деятельности предприятия-реципиента;
- многие методики содержат необоснованно большое количество используемых частных показателей, что приводит к загромождению оценки, увеличению затрат на получение дополнительной информации и искажению весовых коэффициентов частных показателей;
- большинство методик построено с учетом интересов только потенциального инвестора, как следствие, в них не учитывается объем привлекаемых финансовых ресурсов и условия их привлечения.

Ориентация настоящего исследования на категорию «инвестиционный потенциал предприятия» с точки зрения инвестиционной привлекательности предприятия (на первой стадии формирования и использования инвестиционного потенциала), напротив, ставит на первое место финансовые интересы предприятия-реципиента. Вместе с тем для формирования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности предприятие должно обладать определенным уровнем инвестиционной привлекательности.

Проведенный обзор методического обеспечения оценки инвестиционной привлекательности предприятий позволил выявить наиболее целесообразный методический инструментарий ее оценки в отношении предмета настоящего исследования – построение интегрального агрегированного рейтингового показателя для определения сравнительного уровня инвестиционной привлекательности.

При этом к числу стандартно предлагаемых в подобных методиках групп показателей рентабельности, оборачиваемости, финансовой устойчивости и структуры капитала в целях более полного учета факторов, определяющих эффективность имеющегося инвестиционного потенциала, представляется необходимым включить в разрабатываемую методику группу показателей инвестиционной активности.

Предложенная классификация факторов формирования и использования инвестиционного потенциала выступает основой разработки методик оценки исходного инвестиционного потенциала организации и финансового прогнозирования эффективности вложений капитала.

### **1.3 СИСТЕМА ФИНАНСОВЫХ ПОТОКОВ ФОРМИРОВАНИЯ И ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОТЕНЦИАЛА ОРГАНИЗАЦИИ**

Финансовые ресурсы являются непосредственным объектом финансового менеджмента. Другими словами, управление их формированием и использованием расположено в области финансового менеджмента. Известно, что «объект управления в финансовом менеджменте определяет соответствующий подход к управлению: “имущественный” подход, предполагающий в рамках финансового менеджмента финансирование, приобретение и управление активами (имуществом) предприятия; “ресурсный” подход, основанный на управлении финансовыми ресурсами предприятия (собственным и заемным капиталом); “поточковый” подход, предполагающий управление денежными потоками предприятия» [136, с. 9].

С учетом особенностей и выявленных характеристик предмета настоящего исследования, предложенных стадий формирования и использования инвестиционного потенциала организации и классификации факторов, определяющих эти процессы, наиболее соответствующим цели и сформированным задачам представляется «поточковый» подход. Так, движение финансовых ресурсов инвестиционной деятельности и их последующее преобразование по стадиям формирования и использования инвестицион-

ного потенциала целесообразно отражать посредством движения соответствующих финансовых потоков.

Основные подходы к определению категории «финансовый поток» представлены в таблице 1.2.

Таблица 1.2. – Различные определения понятия «финансовый поток»

| Автор                           | Определение   |
|---------------------------------|---|
| М. И. Баканов,<br>А. Д. Шеремет | «Финансовый поток предприятия – совокупность платежей за определенный период, объединенных единством формы платежа и видом платежа» [137]   |
| С. И. Крылов                    | «Под финансовыми потоками организации понимают не только ее денежные потоки, но и потоки прочих активов организации в стоимостном выражении, потоки источников средств (пассивов) организации, а также финансовые результаты деятельности организации и определяющие их факторы (доходы, расходы, налоговые платежи)» [138] |
| П. А. Бокарев                   | Выделяет два основных подхода к изучению финансовых потоков: первое – под финансовым потоком понимается любое перемещение финансовых средств в макро- или микроэкономической среде; второе – под финансовым потоком понимается движение финансовых средств только в логистических системах или между ними [139]             |
| А. У. Альбеков                  | «Финансовый поток – отток и приток денежных средств на предприятии, а его величина может быть рассчитана за любой период времени и равна поступлениям и выплатам денежных средств, произошедших за этот период» [140]   |
| Дж. К. Ван Хорн                 | «Финансовый/денежный поток – движение денежных средств фирмы, который представляет собой непрерывный процесс» [141]   |

*Источник:* собственная разработка на основе изучения специальной экономической литературы.

Обобщая представленную информацию, можно заключить, что финансовый поток представляет собой направленное движение финансовых ресурсов, связанное с отражением материальных, информационных и иных ресурсных потоков предприятия. Следовательно, управление финансовыми ресурсами предполагает «управление финансовыми потоками как направленным движением финансовых ресурсов, связанных с перемещением материальных, информационных и иных ресурсных потоков» [142, с. 87].

Большинство авторов (см. таблицу 1.2) отождествляют финансовый поток с денежным потоком. Вместе с тем существуют и другие мнения,

например, С. И. Крылов, который рассматривает финансовый поток в более широком понимании. Этой точки зрения придерживается и О. Н. Скобелева, утверждая, что «приобретение и финансирование активов предприятия необходимо рассматривать как элемент финансового потока» [143].

Учитывая долгосрочный характер инвестиций и представленные в первом разделе монографии закономерности преобразования финансовых ресурсов в активы и далее, в процессе их использования, в финансовые результаты деятельности предприятия, можно заключить, что финансовые потоки опосредуют процесс движения финансовых ресурсов инвестиционной деятельности, их преобразования в инвестиционные затраты и активы предприятия, а также формирования и распределения финансового результата от осуществления инвестиций.

Вопросы исследования категории «финансовые потоки» носят не-системный характер. Так, например, авторы в своих работах используют похожие понятия: «систему движения потоков финансовых средств» [144], «систему движения денежных ресурсов» [145], не давая точной характеристики, отличительных особенностей и описания элементов.

Отечественные ученые определяют следующие элементы системы финансовых потоков: входные финансовые потоки, представленные финансовыми вложениями, и выходные финансовые потоки, представленные приращением финансовых ресурсов [142, с. 88].

Принимая во внимание, что совокупности финансовых потоков формирования и использования инвестиционного потенциала присущи следующие черты: составляющие потоков выступают в виде упорядоченной совокупности взаимосвязанных и взаимодействующих элементов; результаты предыдущего элемента определяют исходный императив для последующего; взаимосвязи элементов направлены на достижение единой управленческой цели, – правомерно рассматривать финансовые потоки в виде системы (рисунок 1.6).

Аргументированность сделанного вывода подтверждена содержанием основных подходов к понятию «система» [146–151] (приложение Е).

Все представленные финансовые потоки должны быть подчинены достижению максимальной эффективности использования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности, а приведенные на рисунке результаты являются одновременно отправными точками в генерировании последующих финансовых потоков, что характеризует единство и взаимосвязанность элементов системы.

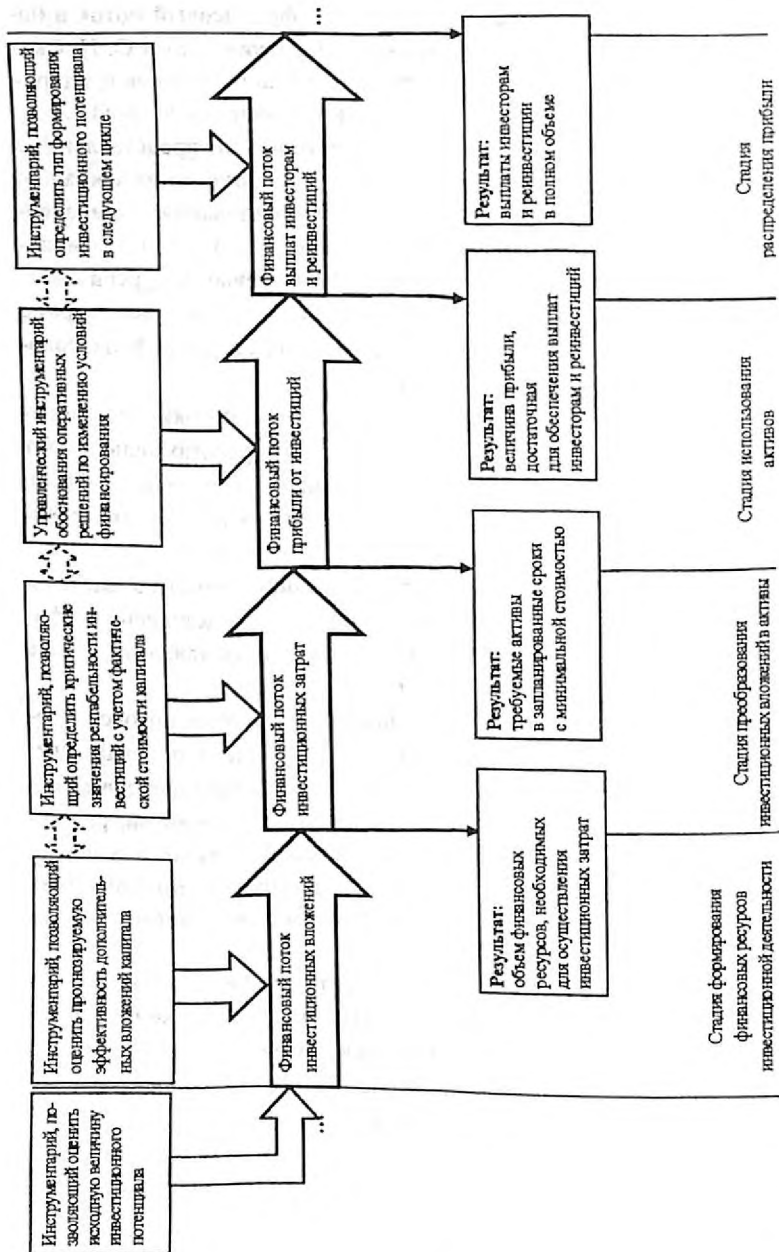


Рисунок 1.6. – Система финансовых потоков формирования и использования инвестиционного потенциала организации

Источник: собственная разработка автора.



Неотъемлемая часть управленческого процесса – специальный инструментарий, обеспечивающий формирование практико-ориентированных действий в разрезе стадий системы финансовых потоков формирования и использования инвестиционного потенциала для решения поставленных задач и достижения единой сформулированной цели. Так, инструментарий, позволяющий оценить исходную величину инвестиционного потенциала, учитывая поставленные задачи, должен состоять из двух частей: инструментария оценки инвестиционной привлекательности предприятия, в наибольшей степени соответствующего согласованию финансовых интересов инвестора и предприятия-реципиента, и комплексного показателя использования имеющегося инвестиционного потенциала предприятия.

В совокупности применение такого инструментария даст возможность оценить объем финансовых ресурсов инвестиционной деятельности «на входе» с учетом фактически имеющихся возможностей их эффективного использования.

Инструментарий, позволяющий прогнозировать эффективность дополнительных вложений капитала, должен предполагать возможность оценки состояния предприятия в перспективе, а также целесообразности дополнительного инвестирования в деятельность предприятия с учетом стоимости капитала и рентабельности инвестиций.

При завершении преобразования инвестиционных вложений в инвестиционные затраты необходим инструментарий, который позволит определить критические значения рентабельности инвестиций с учетом фактической стоимости капитала. Фактическая величина стоимости капитала с учетом дополнительных инвестиций может сформироваться на более высоком уровне, чем ее прогнозируемая величина. Кроме того, в случае длительного периода освоения инвестиций значения рентабельности инвестированного капитала могут сложиться ниже прогнозируемых из-за изменения рыночной ситуации.

Возможно возникновение особых обстоятельств и на стадии использования активов, например, снижение выручки от реализации продукции (товаров, работ, услуг) или увеличение текущих затрат по сравнению с их запланированным уровнем. С целью оперативного решения такого рода проблем обязательен мониторинг фактического уровня рентабельности инвестиций на предмет соответствия их критическим значениям. Для принятия по итогам мониторинга соответствующих мер необходим управленческий инструментарий обоснования оперативных решений по изменению условий финансирования.



На последней стадии с учетом фактически сложившегося финансового результата и его распределения предлагаем применять инструментарий, позволяющий определить тип формирования инвестиционного потенциала («с расширением» или «с сужением») в следующем цикле и при необходимости вносить соответствующие изменения в инвестиционную политику предприятия. Использование такого инструментария даст возможность оценивать результативность финансовых ресурсов инвестиционной деятельности «на выходе», в целом достичь стабильности, синхронности и регулируемости финансовых потоков по соответствующим стадиям формирования и использования инвестиционного потенциала организации.

Разработанная система финансовых потоков формирования и использования инвестиционного потенциала предприятия позволит:

- упорядочить финансовые потоки, опосредующие процессы формирования и использования инвестиционного потенциала организации, по предложенным стадиям;

- определить результаты, достижение которых необходимо на каждой стадии формирования и использования инвестиционного потенциала для генерирования соответствующих финансовых потоков на последующей стадии;

- предложить общие требования к инструментарию, обеспечивающему решение предложенных задач финансового управления, с целью генерирования необходимого объема финансовых потоков по всему процессу формирования и использования инвестиционного потенциала организации.

Представленная система финансовых потоков образует среду принятия финансовых управленческих решений по поводу формирования и использования инвестиционного потенциала предприятия. Однако для принятия обоснованных управленческих решений по управлению финансами необходим особый механизм, устанавливающий порядок действий в этой среде, – финансовый механизм управления инвестиционным потенциалом, в состав которого войдет как инструментарий финансового управления (методики, индикаторы, алгоритмы), так и соответствующие финансовые методы и рычаги.

Таким образом, финансовое управление формированием и использованием инвестиционного потенциала организации правомерно представить в виде двух взаимосвязанных составляющих:

- системы финансовых потоков (см. рисунок 1.6);
- финансового механизма управления инвестиционным потенциалом.

Роль и значение финансового механизма определяется тем, что «функции финансового менеджмента на предприятии реализуются через конкретный финансовый механизм» [152, с. 31]. Более того, «финансовый механизм – активный элемент в системе управления финансами» [153]. Следовательно, учитывая принятое понимание объекта настоящего исследования, применение финансового механизма управления инвестиционным потенциалом позволит сформировать детализированный (пошаговый) инструмент принятия управленческих решений по эффективному задействованию инвестиционного потенциала организации.

## **Выводы по главе 1**

Таким образом, на основе результатов исследования экономической сущности категорий «инвестиционные ресурсы», «финансовые ресурсы», «инвестиционный потенциал предприятия» доказано, что финансовые ресурсы инвестиционной деятельности правомерно рассматривать как часть финансовых ресурсов организации, направляемых на осуществление инвестиций. В соответствии с выбранным предметом исследования инвестиционный потенциал предприятия (организации) для целей финансового управления определен как максимально возможный объем финансовых ресурсов инвестиционной деятельности, обеспечивающий повышение стоимости предприятия на основе генерирования дополнительных финансовых потоков.

Учитывая выявленные сущностные характеристики исследованных категорий и зависимость эффективности принимаемых управленческих решений от четко сформированных алгоритмов и инструментария их принятия, *цель финансового управления инвестиционным потенциалом сформулирована следующим образом: повышение стоимости организации с обеспечением дополнительных финансовых потоков посредством применения специального финансового механизма управления инвестиционным потенциалом.*

На основе выявленных особенностей движения финансовых ресурсов инвестиционной деятельности в процессе формирования и использования инвестиционного потенциала организации были выделены следующие стадии исследуемого процесса: формирование финансовых ресурсов инвестиционной деятельности; преобразование инвестиционных вложений в активы (инвестиционная); использование активов; распределение прибыли. В соответствии с обозначенной целью финансового управления для каждой стадии формирования и использования инвестиционного потенциала организации определены его задачи и функции.

Предложенные задачи финансового управления предопределили требования к результатам управления финансовыми ресурсами на каждой стадии формирования и использования инвестиционного потенциала организации, что позволило систематизировать факторы результативности стадий изучаемого процесса и выделить из них на этой основе следующие группы: факторы, определяющие способность формирования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности; факторы преобразования инвестиционных вложений в финансовые результаты; факторы, обеспечивающие возврат инвестиций.

Принимая во внимание тот факт, что совокупности финансовых потоков формирования и использования инвестиционного потенциала при- сущи следующие черты: составляющие потоков выступают в виде упорядоченной совокупности взаимосвязанных и взаимодействующих элементов; результаты предыдущего элемента определяют исходный императив для последующего; взаимосвязи элементов направлены на достижение единой управленческой цели.

Названные финансовые потоки правомерно рассматривать в виде системы. Представленная система финансовых потоков формирует среду принятия финансовых управленческих решений по поводу формирования и использования инвестиционного потенциала предприятия. Для принятия обоснованных управленческих решений по управлению финансами необходим особый механизм, устанавливающий порядок действий в этой среде, – финансовый механизм управления инвестиционным потенциалом, включающий инструментарий финансового управления (методики, индикаторы, алгоритмы) и соответствующие финансовые методы и рычаги.

## Глава 2

# МЕТОДИЧЕСКОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ ФОРМИРОВАНИЕМ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОТЕНЦИАЛА ОРГАНИЗАЦИИ

### 2.1 Методика оценки ИСХОДНОГО ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОТЕНЦИАЛА ОРГАНИЗАЦИИ

Предложенные в первой главе стадии формирования и использования инвестиционного потенциала и выделение факторов, определяющих их результативность, обуславливают требования к методическому инструментарию финансового управления формированием и использованием инвестиционного потенциала организации.

Как отмечают исследователи, «в процессе оценки инвестиционного потенциала необходимо учитывать следующие элементы: настоящее положение объекта исследования; существующие возможности формирования, привлечения и эффективного применения инвестиционных средств; дальнейшее положение исследуемого объекта, предопределенное воздействием инвестиционных процессов» [107].

Соглашаясь с данным обобщенным подходом к оценке инвестиционного потенциала, в настоящей главе представим методическое обеспечение финансового управления инвестиционным потенциалом, необходимое для выполнения его функций на стадии формирования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности.

Инвестиционная привлекательность, как было отмечено в первой главе, является одним из важнейших факторов инвестиционного потенциала организации на стадии формирования финансовых ресурсов ее инвестиционной деятельности. Поскольку содержание категории «инвестиционная привлекательность предприятия (организации)» многоаспектно, один из наиболее взвешенных подходов к ее оценке – расчет и интерпретация интегральных показателей, что позволяет обоснованно учитывать воздействие совокупности финансово-экономических и организационных факторов. Влияние этих факторов отражается посредством количественных и в отдельных случаях качественных [113] частных показателей.

Существенная роль в оценке инвестиционной привлекательности предприятий отводится рейтинговым методикам, особенностью которых является их ориентация в основном на количественные показатели.

Наиболее распространенный метод расчета интегрального рейтинга – аддитивная свертка, сущность которой выражается следующей формулой:

$$P = \sum_{i=1}^n P_i \cdot W_i, \quad (2.1)$$

- где  $P$  – агрегированный показатель рейтинговой оценки;  
 $P_i$  – нормированное значение  $i$ -го частного показателя рейтинга;  
 $W_i$  – весовой коэффициент  $i$ -го частного показателя  $\left( \sum_{i=1}^n W_i = 1 \right)$ ;  
 $i$  – порядковый номер частного показателя;  
 $n$  – количество частных показателей в рейтинге.

Подобная методика расчета интегрального показателя инвестиционной привлекательности применяется, например, известным российским рейтинговым агентством АК&М [132]. Однако, несмотря на высокую степень проработанности, в практическом применении рейтинговых методик существует ряд проблем. Так, не всегда проверяются значения частных показателей на наличие коллинеарности, их весовые коэффициенты обычно приводятся без обоснования, для нормирования применяются, как правило, минимальные и максимальные значения по совокупности оцениваемых объектов без исключения аномально экстремальных значений, в ряде случаев не проводится обоснованная стратификация ранжируемых объектов.

Исходя из вышесказанного и принимая во внимание определение инвестиционного потенциала как максимально возможного объема финансовых ресурсов инвестиционной деятельности, методику оценки исходного инвестиционного потенциала построим следующим образом:

- проведем сравнительную рейтинговую оценку организаций на основе обновленного агрегированного показателя инвестиционной привлекательности;
- определим величину исходного инвестиционного потенциала как совокупности имеющихся финансовых ресурсов инвестиционной деятельности с учетом их отдачи.

Первая составляющая предложенной методики – сравнительная рейтинговая оценка инвестиционной привлекательности предприятий (организаций), которую рассмотрим по формализованным этапам.

1. *Выбор частных показателей для построения рейтинга инвестиционной привлекательности.*

В перечень частных показателей включены следующие:

1) показатели, характеризующие эффективность деятельности организаций:

- рентабельность реализованной продукции;
- рентабельность собственного капитала;
- коэффициент оборачиваемости оборотных активов;
- рентабельность активов;

2) показатели, характеризующие инвестиционную активность организаций:

- коэффициент ввода машин, оборудования, транспортных средств;
- коэффициент самофинансирования инвестиций;
- коэффициент накопления амортизации (износа) основных средств;

3) показатели, характеризующие платежеспособность организаций:

• коэффициент текущей ликвидности;

• коэффициент обеспеченности собственными краткосрочными активами;

- коэффициент абсолютной ликвидности;
- коэффициент автономии.

Первая и третья группы показателей приняты по аналогии с методикой рейтингового агентства АК&М с учетом требований действующих нормативных правовых актов Республики Беларусь.

Так, два показателя ликвидности в методике приведены для более полного учета в рейтинге уровня платежеспособности предприятий. Согласно Инструкции о порядке расчета коэффициентов платежеспособности и проведения анализа финансового состояния и платежеспособности субъектов хозяйствования коэффициент абсолютной ликвидности, наряду с коэффициентами текущей ликвидности и обеспеченности собственными оборотными средствами, входит в группу финансовых коэффициентов, характеризующих платежеспособность организации [154].

Вторая группа показателей добавлена на основе рабочей гипотезы, что более привлекательным для инвестора будет субъект хозяйствования, который в состоянии более активно осуществлять инвестиционную деятельность, то есть максимально эффективно задействовать имеющийся инвестиционный потенциал. В качестве приоритетного направления инвестиционной деятельности принимаются инвестиции в основной капитал, прежде всего в различные формы приобретения, реконструкции и модернизации активной части основных средств.

Методика расчета показателей представлена в приложении Ж.

Для корректного применения аддитивной свертки необходимо, чтобы показатели были линейно независимы друг от друга. Для достижения данного условия необходимо рассчитать коэффициенты парной корреляции абсолютных значений показателей по принимаемой для расчета совокупности. В качестве принятого критерия отсутствия значимой коллинеарности принят коэффициент корреляции не более 0,7 [155]. При получении более высоких значений коэффициента корреляции один из показателей исключается из дальнейшего рассмотрения.

### 2. Определение весовых коэффициентов показателей

Для определения весовых коэффициентов показателей представляется целесообразным применить экспертные оценки. Для проведения экспертного ранжирования предлагаем использовать методику парного сравнения [156] частных показателей, используемых для расчета рейтинга инвестиционной привлекательности предприятия. Более высокий балл экспертной оценки соответствует более значимым показателям инвестиционной привлекательности.

Итоговые весовые коэффициенты показателей определяются по следующей формуле

$$W_i = \frac{1}{mn^2} \sum_{j=1}^m B_{ij}, \quad (2.2)$$

где  $B_{ij}$  – сумма баллов, присвоенных  $i$ -му фактору  $j$ -м экспертом;  
 $m$  – количество экспертов.

Оценка согласованности мнений экспертов проводится на основе расчета множественного коэффициента ранговой корреляции (коэффициента конкордации  $W$ ) при наличии связанных рангов.

Как следует из [156], при  $W > 0,5$  мнение всех экспертов совпадает. Проверка статистической значимости коэффициента конкордации осуществляется с помощью критерия Пирсона ( $\chi^2$ ). В случае невозможности или нецелесообразности получения экспертных оценок весовые коэффициенты для всех показателей принимаются равными.

### 3. Нормирование показателей

Если рост показателя рассматривается как положительная тенденция, максимально допустимое значение показателя  $x_2$  ассоциируется с единицей, а минимально допустимое  $x_1$  – с нулем (в противном случае наоборот).



Тогда формально правило определения нормированных значений можно выразить следующей системой [157]:

$$y = \begin{cases} 0, & \text{если } y_2(x_2) > y_1(x_1), \quad x_2 > x_1, \quad x \in (-\infty; x_1); \\ 1, & \text{если } y_2(x_2) < y_1(x_1), \quad x_2 > x_1, \\ y_2 - \frac{(y_2 - y_1) + (x_2 - x)}{x_2 - x_1}, & x \in [x_1; x_2]; \\ 1, & \text{если } y_2(x_2) > y_1(x_1), \quad x_2 > x_1, \quad x \in [x_2; +\infty), \\ 0, & \text{если } y_2(x_2) < y_1(x_1), \quad x_2 > x_1, \end{cases} \quad (2.3)$$

где  $x$  – фактическое значение показателя;

$x_1$  – минимальное (минимально допустимое) значение показателя;

$x_2$  – максимальное (максимально допустимое) значение показателя;

$y$  – преобразованное (нормированное) значение показателя;

$y_1$  – минимальное значение стандартного интервала ( $y_1 = 0$ );

$y_2$  – максимальное значение стандартного интервала ( $y_2 = 1$ ).

**3.1. Установление экономически целесообразных уровней частных показателей для нормализации.** В большинстве рейтинговых методик, основанных на аддитивной свертке, в качестве минимальных и максимальных значений, используемых для нормирования, принимаются максимальные и минимальные значения по исследуемой совокупности объектов. Однако более корректным представляется не принимать в качестве минимальных и максимальных значений аномально экстремальные значения показателей [157]. Поэтому все частные показатели рейтинга подвергнуты критическому анализу с целью установления минимально и максимально допустимых значений.

По показателям рентабельности реализованной продукции и рентабельности собственного капитала минимально допустимое значение принято равным нулю ( $x_1 = 0$ ).

Таким образом, в данном рейтинге по всем организациям с отрицательной рентабельностью нормированные значения равны нулю.

Для коэффициентов текущей ликвидности и обеспеченности собственными оборотными средствами в соответствии с постановлением Совета Министров Республики Беларусь от 12 декабря 2011 г. № 1672 «Об определении критериев платежеспособности субъектов хозяйствования» [158] установлены нормативные значения по видам экономической деятельности. В рейтинге примем их в качестве минимально допустимых. По всем организациям, где уровень текущей ликвидности и обеспеченности собственными оборотными средствами ниже норматива, нормированное значение данных показателей принимается равным нулю. Коэффициент абсолютной ликвидности не относится к нормативным. И хотя его минимальное значение упоминается в названной выше инструкции [154], в практической деятельности (исходя из эмпирических данных организаций, осуществляющих различные виды деятельности) оно труднодостижимо.

Для коэффициента текущей ликвидности тенденция роста после достижения определенного предельного значения не является однозначно позитивной. В качестве такого значения обычно указывается 3,0 [159, с. 165]. В случае превышения этого значения могут высказываться предположения о завышенном уровне оборотных активов либо о неиспользуемых возможностях увеличения краткосрочной кредиторской задолженности. Для целей рассмотренного рейтинга принято максимально допустимое значение данного показателя, равное 3,0 (т.е. по данному показателю  $x_2$  равен трём). Если фактическое значение показателя больше, чем максимально допустимое, нормированное значение показателя равно 1,0.

Для показателей рентабельности минимальные значения приняты равными нулю, так как представляется маловероятным наличие предпочтений инвестора в отношении убыточных организаций.

Для остальных показателей рейтинга в качестве минимальных и максимальных значений, используемых для нормализации, условимся принимать максимальные и минимальные значения по исследуемой совокупности предприятий. При этом очевидно, что для коэффициента ввода машин, оборудования, транспортных средств минимальное значение равно нулю, а для коэффициента самофинансирования инвестиций максимальное значение равно единице.

Коэффициент накопления амортизации (износа) основных средств является в данной методике единственным показателем, рост которого рассматривается как отрицательная тенденция. Теоретически для нового предприятия минимальное его значение равно нулю. Однако на практике

такое возможно лишь в случае начала деятельности с использованием только новых основных средств в самом конце отчетного периода, принимаемого для расчета рейтинга. В процессе деятельности нулевой уровень данного показателя является недостижимым и не может быть использован в качестве эталонного значения.

С учетом вышеприведенных аргументов экономически целесообразные уровни минимальных и максимальных значений частных показателей, принимаемых для их нормализации, представлены в таблице 2.1.

Таблица 2.1. – Уровень частных показателей рейтинга, принимаемый для нормализации

| Показатель  | Значение, принимаемое для нормализации      |                              |
|---|---|------------------------------|
|   | минимально допустимое                       | максимально допустимое       |
| Рентабельность реализованной продукции                          | 0,0   | максимальное по совокупности |
| Рентабельность собственного капитала                            | 0,0   | максимальное по совокупности |
| Коэффициент оборачиваемости оборотных активов                   | минимальное по совокупности                 | максимальное по совокупности |
| Рентабельность активов  | 0,0   | максимальное по совокупности |
| Коэффициент ввода машин, оборудования, транспортных средств     | 0,0   | максимальное по совокупности |
| Коэффициент самофинансирования инвестиций                       | минимальное по совокупности                 | 1,0                          |
| Коэффициент накопления амортизации основных средств             | минимальное по совокупности                 | максимальное по совокупности |
| Коэффициент текущей ликвидности                                 | норматив по виду экономической деятельности | 3,0                          |
| Коэффициент обеспеченности собственными краткосрочными активами | норматив по виду экономической деятельности | максимальное по совокупности |
| Коэффициент абсолютной ликвидности                              | минимальное по совокупности                 | максимальное по совокупности |
| Коэффициент автономии   | минимальное по совокупности                 | максимальное по совокупности |

Источник: собственная разработка автора.

3.2. *Расчет нормированных значений показателей.* На основе рассмотренной выше процедуры применения методики осуществляется расчет нормированных значений показателей, включенных в рейтинг инвестиционной привлекательности.

В итоге получаем нормированные значения  $P_i$  по каждому частному показателю рейтинга для каждого субъекта хозяйствования.

#### 4. *Расчет агрегированного показателя*

После определения нормированных значений частных показателей по каждой организации по формуле (2.1) рассчитывается агрегированный показатель  $P$ .

#### 5. *Интерпретация полученных результатов*

Для определения соответствия значений агрегированных показателей определенным уровням инвестиционной привлекательности используем стандартный пятиуровневый классификатор (таблица 2.2) [157, с. 427].

Таблица 2.2. – Значения агрегированного рейтинга и уровень инвестиционной привлекательности субъектов хозяйствования

| Значения $P$                             | [0; 0,2)     | [0,2; 0,4) | [0,4; 0,6) | [0,6; 0,8) | [0,8; 1,0]    |
|--|--------------|------------|------------|------------|---------------|
| Уровень инвестиционной привлекательности | Очень низкий | Низкий     | Средний    | Высокий    | Очень высокий |

*Источник:* собственная разработка автора на основе [157].

Чтобы избежать неточностей при определении уровня инвестиционной привлекательности субъектов хозяйствования, значения  $P$  которых близки к граничным значениям, представленным в таблице 2.2, целесообразно воспользоваться инструментарием теории нечетких множеств, представив перечисленные в таблице интервалы как нечеткие подмножества различных уровней инвестиционной привлекательности.

Принадлежность уровня инвестиционной привлекательности одному из нечетких подмножеств определяется с использованием формул (2.4) пересечения и объединения нечетких подмножеств [160] на основе функции принадлежности  $\mu_{m_j}(P) = \mu_j(P)$  при равных интервалах.

Система построена по аналогии со взаимопересекающимися страми семи интервалов [157, с. 428].

Корректировка осуществлена для пяти равных интервалов:

$$\mu_1(P) = \begin{cases} 1, & 0 \leq P \leq 0,111, \\ 10(0,222 - P), & 0,15 < P < 0,222, \\ 0, & 0,25 \leq P \leq 1; \end{cases}$$

$$\mu_2(P) = \begin{cases} 0, & 0 \leq P \leq 0,111, \\ 10(P - 0,111), & 0,111 < P < 0,222, \\ 1, & 0,222 \leq P \leq 0,333, \\ 10(0,444 - P), & 0,333 < P < 0,444, \\ 0, & 0,444 \leq P \leq 1; \end{cases}$$

$$\mu_3(P) = \begin{cases} 0, & 0 \leq P \leq 0,333, \\ 10(P - 0,333), & 0,333 < P < 0,444, \\ 1, & 0,444 \leq P \leq 0,555, \\ 10(0,666 - P), & 0,555 < P < 0,666, \\ 0, & 0,666 \leq P \leq 1; \end{cases} \quad (2.4)$$

$$\mu_4(P) = \begin{cases} 0, & 0 \leq P \leq 0,555, \\ 10(P - 0,555), & 0,555 < P < 0,666, \\ 1, & 0,666 \leq P \leq 0,777, \\ 10(0,888 - P), & 0,777 < P < 0,888, \\ 0, & 0,888 \leq P \leq 1; \end{cases}$$

$$\mu_5(P) = \begin{cases} 0, & 0 \leq P \leq 0,777, \\ 10(P - 0,777), & 0,777 < P < 0,888, \\ 1, & 0,888 \leq P \leq 1. \end{cases}$$

Применение системы (2.4) для большей наглядности отобразим в таблице 2.3, данные которой свидетельствуют о том, что в итоге ранжируемые предприятия распределяются по уровням инвестиционной привлекательности.

Таблица 2.3. – Правило определения уровня инвестиционной привлекательности субъекта хозяйствования

| Интервал значений $P$     | Классификация уровня инвестиционной привлекательности | Степень оценочной уверенности (функция принадлежности) |
|---------------------------|---|--|
| $0 \leq P \leq 0,111$     | очень низкий  | 1  |
| $0,111 < P < 0,222$       | очень низкий  | $\mu_1 = 10(0,222 - P)$                                |
|                           | низкий  | $1 - \mu_1 = \mu_2$                                    |
| $0,222 \leq P \leq 0,333$ | низкий  | 1  |
|                           | низкий  | $\mu_2 = 10(0,444 - P)$                                |
| $0,333 < P < 0,444$       | средний   | $1 - \mu_2 = \mu_3$                                    |
|                           | средний   | 1  |
| $0,444 \leq P \leq 0,555$ | средний   | $\mu_3 = 10(0,666 - P)$                                |
|                           | высокий   | $1 - \mu_3 = \mu_4$                                    |
| $0,555 < P < 0,666$       | высокий   | 1  |
|                           | высокий   | $\mu_4 = 10(0,888 - P)$                                |
| $0,666 \leq P \leq 0,777$ | очень высокий   | $1 - \mu_4 = \mu_5$                                    |
|                           | очень высокий   | 1  |
| $0,777 < P < 0,888$       | очень высокий   |  |
| $0,888 \leq P \leq 1$     | очень высокий   | 1  |

Источник: собственная разработка автора.

Предлагаемый обновленный показатель инвестиционной привлекательности рассчитан для сравнительной оценки инвестиционной привлекательности ведущих предприятий промышленности строительных материалов Республики Беларусь по итогам 2016 года (приложение И).

Как показал расчет применяемых в методике показателей, коэффициент корреляции между рентабельностью активов и рентабельностью собственного капитала по исследуемой совокупности предприятий составил 0,93, а между рентабельностью активов и рентабельностью продукции – 0,75. Это не соответствует принятому критерию отсутствия значимой корреляционной связи (коэффициент корреляции не выше 0,7) и свидетельствует о наличии мультиколлинеарности между указанными показателями по исследуемой группе предприятий.

Поскольку в обоих парных сравнениях имеет место показатель рентабельности активов, для устранения мультиколлинеарности исключаем его из дальнейших расчетов.

Для определения весовых коэффициентов использованы экспертные оценки работников Главного управления бюджетной политики Министерства финансов Республики Беларусь (приложение К). В результате расчета оценки согласованности экспертов по формуле (2.3) получено значение

коэффициента конкордации  $W = 0,553$ , т.е. можно сделать вывод о согласованности мнений экспертов.

Проверка статистической значимости коэффициента конкордации проведена с помощью критерия Пирсона ( $\chi^2$ ). Сравнивая расчетное значение  $\chi_p^2$  с табличным значением (по таблице  $\chi^2$ -распределения) при числе степеней свободы  $n - 1 = 9$  и уровне значимости  $\alpha = 0,005$ , имеем  $29,88 > 23,59$ , что с доверительной вероятностью 99,5% подтверждает статистическую значимость полученного значения коэффициента конкордации и вывода о согласованности мнений экспертов. Все это дает основания полагаться на рассчитанные по итогам экспертной оценки весовые коэффициенты частных показателей.

В качестве минимальных значений коэффициентов текущей ликвидности и обеспеченности собственными оборотными средствами приняты их нормативные значения для видов экономической деятельности рассматриваемых предприятий 1,2 и 0,15 соответственно.

Расчет нормированных значений показан на примере оценок двух показателей для ОАО «Белорусский цементный завод»:

- по рентабельности собственного капитала (рост как положительная тенденция):

$$y = y_2 - \frac{(y_2 - y_1)(x_2 - x)}{x_2 - x_1} = 1 - \frac{(1 - 0)(5,91 - 0,87)}{5,91 - 0} = 0,15,$$

где  $x = 0,87$  – фактическое значение показателя по объекту рейтинга;

$x_1 = 0$  – экономически целесообразное принятое минимальное значение показателя;

$x_2 = 5,91$  – максимальное значение показателя по совокупности предприятий (ОАО «Гомельстройматериалы»);

- по коэффициенту накопления амортизации (рост как отрицательная тенденция):

$$y = y_2 - \frac{(y_2 - y_1)(x_2 - x)}{x_2 - x_1} = 1 - \frac{(1 - 0)(0,327 - 0,443)}{0,327 - 0,693} = 0,68,$$

где  $x = 0,443$  – фактическое значение показателя;

$x_1 = 0,693$  – ассоциируемое с нулем (минимальное в системе (2.3)) значение показателя по рассматриваемой совокупности организаций;

$x_2 = 0,327$  – ассоциируемое с единицей (максимальное в системе (2.3)) значение показателя по рассматриваемой совокупности организаций.

В итоге получаем нормированные значения  $P_i$  по каждому частному показателю рейтинга для каждой организации (приложение Л).



В соответствии с принятым правилом и рассчитанными значениями агрегированной рейтинговой оценки  $P$  субъекты хозяйствования рассматриваемой совокупности распределены по уровням инвестиционной привлекательности (таблица 2.4).

Таблица 2.4. – Результаты применения расчета агрегированного рейтингового показателя инвестиционной привлекательности предприятий по результатам деятельности в 2016 году

| Уровень инвестиционной привлекательности | Наименование субъектов хозяйствования         | Значение показателя $P$ | Место в рейтинге |
|--|---|-------------------------|------------------|
| Высокий                                  | ОАО «Гомельстройматериалы»                    | 0,812                   | 1                |
| Средний                                  | ОАО «Керамин»                                 | 0,517                   | 2                |
|  | ОАО «Белорусский цементный завод»             | 0,429                   | 3                |
|  | ОАО «Красносельскстройматериалы»              | 0,416                   | 4                |
|  | ОАО «Минский комбинат силикатных изделий»     | 0,395                   | 5                |
| Низкий                                   | ОАО «Березастройматериалы»                    | 0,387                   | 6                |
|  | ОАО «Минский завод строительных материалов»   | 0,292                   | 7                |
|  | ОАО «Кричевцементошифер»                      | 0,204                   | 8                |
| Очень низкий                             | ОАО «Молодечненский завод металлоконструкций» | 0,167                   | 9                |
|  | ОАО «Гомельстекло»                            | 0,050                   | 10               |

*Источник:* собственная разработка автора.

В целом предлагаемый обновленный показатель рейтинговой оценки инвестиционной привлекательности обеспечивает достаточную информационную поддержку принятия управленческих решений для потенциальных инвесторов. Для организаций-реципиентов расчет показателя даст возможность более точно определять свою конкурентную позицию на инвестиционном рынке.

С учетом потребности в широком массиве данных информационную поддержку представляется целесообразным закрепить за Министерством экономики Республики Беларусь. Важно, чтобы соблюдалась принадлежность анализируемых предприятий одной отрасли или однородным видам экономической деятельности.

Вторая составляющая предложенной методики – определение величины исходного инвестиционного потенциала организации как совокупности

имеющихся финансовых ресурсов инвестиционной деятельности с учетом их возможной отдачи.

Принимая во внимание представленные в приложении В определения финансовых ресурсов и рассмотренные в первой главе особенности финансовых ресурсов инвестиционной деятельности, в качестве таковых правомерно считать общий объем денежных средств, направленных на осуществление инвестиционной деятельности в отчетном периоде. Итогом их преобразования являются долгосрочные активы организации, что соответствует предложенным в данной работе стадиям формирования и использования инвестиционного потенциала, а также разработанной системе финансовых потоков.

Следующий шаг – определение меры отдачи финансовых ресурсов инвестиционной деятельности. Российский ученый Е. Н. Мельтенисова [42] в качестве обобщающего показателя отдачи предлагает использовать применяемый в зарубежной практике коэффициент Тобина, аргументируя тем, что «коэффициент  $q$ -Тобина отражает инвестиционный потенциал компаний за счет сопоставления рыночной и балансовой стоимости активов. В случае если дополнительная единица активов увеличивает стоимость компании на величину, большую, чем расходы на приобретение данных активов, то инвестиции компании можно считать эффективными» [42, с. 12].

Основные сферы применения коэффициента Тобина представлены в приложении М [1, с. 161–175], из которого видно, что коэффициент Тобина применяется в качестве меры интеллектуального капитала компаний. Вместе с тем широко распространена и другая точка зрения – использование данного коэффициента как обобщающей степени отдачи (полезности) активов для инвесторов, ориентированных на рост стоимости [170, 172, 173, 175].

Учитывая принятую в настоящем исследовании цель финансового управления формированием и использованием инвестиционного потенциала, будем принимать коэффициент Тобина в качестве меры отдачи активов при расчете максимально возможного объема финансовых ресурсов инвестиционной деятельности организации. Классическое понимание этого коэффициента основывается на отношении рыночной стоимости предприятия к стоимости замещения его активов. Но применение данного коэффициента на современном этапе экономического развития Республики Беларусь не представляется возможным из-за отсутствия объективной информации о рыночной стоимости организаций.

Так, «рыночная стоимость представляет собой стоимость, по которой наиболее вероятно продавец объекта оценки согласен его продать, а покупатель объекта оценки согласен его приобрести» [176]. Рыночной стоимо-

стью обладают предприятия, акции которых активно обращаются на рынке ценных бумаг и имеют признаваемые котировки, а также предприятия, с пакетами акций которых осуществлялись сделки между независимыми покупателями и продавцами в условиях конкуренции и открытой информации о торгах [177]. В силу объективных причин акции большинства отечественных акционерных обществ никогда не торговались на вторичном рынке, а сделки по продаже предприятия единым имущественным комплексом носят единичный характер, что не позволяет сформировать необходимое информационное обеспечение. В качестве альтернативы рыночной стоимости в расчете коэффициента Тобина рассмотрим два распространенных вида стоимостной оценки: инвестиционную и фундаментальную.

Так, инвестиционная стоимость – это стоимость объекта оценки, определяемая исходя из его доходности для конкретного лица при заданных инвестиционных целях [178]. Методы оценки и расчета инвестиционной стоимости объекта оценки выбираются оценщиком в зависимости от преимуществ и экономических выгод, получаемых инвестором от приобретения предприятия, и инвестиций, необходимых для осуществления инвестиционных целей [179].

Фундаментальная (внутренняя) стоимость – это стоимость, рассчитываемая независимыми оценщиками на субъективной основе, которая формируется под влиянием внутренних факторов компании-эмитента (стоимости его активов, текущего финансово-экономического положения и перспектив развития) [180]. Ученые отмечают, что «внутренняя стоимость как наиболее близкая к рыночной стоимости формируется под влиянием фактического состояния бизнеса предприятия и ожиданий перспектив его развития» [181].

Инвестиционная стоимость, как следует из определения, рассчитывается под инвестиционные цели конкретного инвестора. Кроме того, инвестиционная стоимость предприятия рассчитывается, как правило, в случаях предварительной оценки целесообразности покупки или продажи всего предприятия, что затрагивает только узкую часть операций по инвестированию.

Таким образом, наиболее приемлемой в целях разработки методики финансового прогнозирования эффективности вложений капитала представляется категория «фундаментальная стоимость».

Используя в числителе показатель фундаментальной стоимости предприятия  $C_0$ , предлагаем определять модифицированный коэффициент Тобина по следующей формуле:

$$K_{\text{мод}} = \frac{C_0}{\bar{A}}, \quad (2.5)$$

где  $\bar{A}$  – среднегодовая стоимость активов предприятия.

Как отмечено выше, фундаментальная стоимость организации рассчитывается независимыми оценщиками. Для упрощения процедуры определения  $S_0$  представим алгоритм ее расчета через показатель, позволяющий в наибольшей степени увязать фундаментальную и рыночную стоимость организации. Наиболее приемлемым для этих целей представляется показатель экономической добавленной стоимости (*EVA* – economic value added).

По мнению С. Ф. О'Берна, известного американского финансового аналитика, *EVA* в гораздо большей степени коррелирует с рыночной стоимостью компании, чем показатели прибыли [182].

Показатель *EVA* определяется по эквивалентным формулам:

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot IC, \quad (2.6)$$

$$EVA = (ROIC - WACC) \cdot IC, \quad (2.7)$$

где *NOPAT* – чистая операционная прибыль после уплаты налогов;  
*WACC* – средневзвешенная стоимость капитала (в долях единицы);  
*IC* – инвестированный капитал;  
*ROIC* – рентабельность инвестированного капитала (в долях единицы), рассчитанная на основе *NOPAT* [183].

Взаимосвязь *EVA* с рыночной стоимостью находит свое отражение в моделях оценки стоимости компаний. В своей работе «Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов» [184, с. 1155] А. Дамодаран приводит следующую формулу:

$$\begin{aligned} \text{Стоимость фирмы} = & \text{инвестированный капитал} + \\ & + \text{сумма дисконтированных в бесконечном периоде EVA, обусловленных} \\ & \text{инвестированным капиталом} + \text{сумма дисконтированных} \\ & \text{в бесконечном периоде EVA от будущих проектов.} \end{aligned} \quad (2.8)$$

Полагая рациональным предположение о том, что будущие инвестиции (без учета внешних инвестиций) связаны, прежде всего, с поддержанием в актуальном состоянии ранее инвестированного капитала (использование которого согласно концепции временной неограниченности функционирования хозяйствующего субъекта предполагается в течение бесконечно длительного периода времени), считаем возможным в целях разработки методики при расчете стоимости предприятия без учета дополнительных инвестиций пренебречь последним слагаемым в формуле (2.8).

Тогда получим следующее выражение для расчета фундаментальной стоимости предприятия без учета дополнительных инвестиций на момент оценки ( $C_0$ ):

$$C_0 = IC + \lim_{k \rightarrow \infty} \left( \sum_{t=1}^k \frac{EVA_t}{(1+r)^t} \right), \quad (2.9)$$

где  $EVA_t$  – экономическая добавленная стоимость в год  $t$ , формирующаяся при использовании имеющегося инвестированного капитала;

$r$  – ставка дисконтирования.

Показатели  $EVA_t$  – постоянные величины, так как в целях оценки стоимости  $ROIC$ ,  $WACC$  и  $IC$  обычно принимаются неизменными. При таких условиях, основываясь на технике расчета дисконтированной суммы бесконечного денежного потока (перпетуитета), формула (2.9) принимает следующий вид:

$$C_0 = IC + \frac{EVA_t}{r}. \quad (2.10)$$

Используя формулу (2.10) с учетом общепринятого постулата финансового менеджмента о том, что средневзвешенная стоимость капитала является наиболее приемлемой ставкой дисконтирования (то есть  $r = WACC$ ), получим следующее выражение:

$$C_0 = IC + \frac{(ROIC - WACC) \cdot IC}{WACC}. \quad (2.11)$$

После алгебраических преобразований

$$C_0 = IC + \frac{ROIC}{WACC} \cdot IC - \frac{WACC}{WACC} \cdot IC$$

примем окончательную формулу для  $C_0$ :

$$C_0 = IC \cdot \frac{ROIC}{WACC}. \quad (2.12)$$

При этом расчет величин  $IC$  и  $NOPAT$  при необходимости осуществляется с учетом корректировок, предусмотренных методикой расчета показателя  $EVA$  [183, 185, 186].

Таким образом, искомая величина исходного инвестиционного потенциала организации определяется как произведение общего объема денежных средств, направленных на осуществление инвестиционной деятельности в отчетном периоде, на модифицированный коэффициент Тобина, рассчитываемый по формуле (2.5).

Предложенная методика впервые позволяет сформировать информационный базис о фактически использованных финансовых ресурсах в инвестиционной деятельности, о максимально возможном объеме таких ресурсов и в целом о конкурентной позиции организации на инвестиционном рынке.

## **2.2 МЕТОДИКА ФИНАНСОВОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ ВЛОЖЕНИЙ КАПИТАЛА**

Для решения поставленной задачи финансового управления инвестиционным потенциалом на стадии формирования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности (см. таблицу 1.1) в соответствии с установленными требованиями к инструментарию ее решения (см. рисунок 1.5) необходимо разработать методику, позволяющую определить «дальнейшее положение исследуемого объекта, предопределенное воздействием инвестиционных процессов» [107].

Поскольку в данном направлении исследования инвестиционного потенциала на микроуровне не получили развития, учитывая высокую зависимость инвестиционного потенциала на стадии формирования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности от уровня инвестиционной привлекательности организации, рассмотрим существующее методическое обеспечение оценки инвестиционной привлекательности, основанное на прогнозировании будущего состояния организации.

Некоторые исследователи предлагают определять инвестиционную привлекательность предприятия, базируясь на принципах динамической оценки, путем построения прогноза его будущего состояния (стоимости) и сопоставления с текущим состоянием (стоимостью). Так, Н. В. Смирнова для оценки инвестиционной привлекательности предлагает рассчитывать соотношение внутренней стоимости предприятия (с учетом его развития) и его рыночной стоимости, выраженное в процентах [121, с. 12]. Превышение числителя над знаменателем будет свидетельствовать о недооцененности предприятия рынком и привлекательности предприятия для потенциального инвестора. При расчете внутренней стоимости предприятия

суммируется стоимость имущества предприятия по балансу, дисконтированная чистая прибыль за 5 лет (рассчитанная с учетом резервов роста рентабельности собственного капитала, эффекта финансового рычага и скорректированная на коэффициент риска) и вычитается величина обязательств. Рыночную стоимость предприятия предлагается рассчитывать как стоимость чистых активов, скорректированную на поправочный коэффициент, который учитывает экономико-географические, финансово-экономические и технологические факторы [121, с. 16].

Несмотря на оригинальный авторский подход, методика Н. В. Смирновой не лишена недостатков, в частности произвольно принимаются ставка дисконтирования и период дисконтирования. Поправочный коэффициент стоимости чистых активов предлагается рассчитывать с помощью экспертных оценок, что существенно снижает объективность оценки рыночной стоимости. Кроме того, резервы роста рентабельности собственного капитала и эффекта финансового рычага в методике не связаны с объемом и способом привлечения внешних инвестиционных ресурсов.

Методика Р. А. Ростиславова основана на расчете коэффициента инвестиционной привлекательности путем сопоставления будущей (прогнозной) и начальной стоимости предприятия [122, с. 12]. Однако стоимость предприятия в данной методике некорректно подменяется произведением взвешенной суммы отдельных факторных показателей (рентабельности производства, коэффициента Альтмана и доли предприятия на рынке) на балльную оценку качества менеджмента на базе функциональной модели экспертной оценки менеджмента университета Шеффилд Халлам по 25 критериям и 4-балльной шкале.

Таким образом, рассмотренной методике присущи следующие недостатки:

- использование экспертных оценок;
- применение пятифакторной модели Альтмана, которая была разработана совершенно в других условиях и в настоящее время не может быть принята для прогнозирования финансового состояния предприятий в условиях переходной экономики;
- не учитывается объем и способ привлечения внешних финансовых ресурсов.

На современном этапе все большее развитие получают методики оценки инвестиционной привлекательности с использованием принципов VBM (Value-based management – управление, направленное на создание стоимости).



Так, С. Д. Лозовой, опираясь на концепцию VBM, предлагает рассчитывать показатель инвестиционной привлекательности на основе оценки стоимости реальных опционов с использованием модели Блэка – Шоулза [135, с. 11]. Сам показатель (коэффициент) инвестиционной привлекательности рассчитывается по формуле

$$K = \frac{C_1}{C_0} - 1, \quad (2.13)$$

где  $C_1$  – будущая стоимость предприятия;

$C_0$  – фактическая стоимость предприятия.

По С. Д. Лозовому, «...в том случае, если показатель инвестиционной привлекательности меньше нуля, предприятие следует считать непригодным, поскольку вкладываемые средства не способствуют развитию бизнеса, а лишь участвуют в разрушении имеющейся стоимости без соответствующей отдачи...» [135, с. 12].

Однако применение предложенной автором методики на практике требует многих допущений, что ставит под сомнение объективность расчета величин  $C_1$  и  $C_0$  и достоверность полученных результатов.

Таким образом, в рамках динамического стоимостного подхода разработан ряд заслуживающих внимания методик оценки инвестиционной привлекательности предприятий, однако в них имеются существенные концептуальные и методические недостатки. Кроме того, большинство методик построено с учетом интересов только потенциального инвестора, в них не учитывается объем привлекаемых финансовых ресурсов, условия и финансовые последствия их привлечения для предприятия-реципиента.

С учетом обозначенной в исследовании цели финансового управления формированием и использованием инвестиционного потенциала организации (повышение стоимости организации с обеспечением дополнительных финансовых потоков) и принятого подхода в оценке исходного инвестиционного потенциала (на основе фундаментальной стоимости) представляется целесообразным разработать методику прогнозирования фундаментальной стоимости с учетом влияния на нее дополнительных финансовых потоков инвестиций. Принимая во внимание формулу (2.12) для расчета  $C_0$ , считаем возможным применить аналогичный подход и для расчета прогнозируемой фундаментальной стоимости. Так, показатель *EVA* применяется для оценки эффективности деятельности предприятия с позиции его собственников, которые считают, что деятельность предприятия

имеет для них положительный результат в случае, если предприятию удалось заработать больше, чем составляет доходность альтернативных вложений [183]. Российский экономист Е. Ларионова рассматривает три варианта взаимоотношений значения показателя *EVA* с поведением собственников:

1)  $EVA = 0$ , то есть  $WACC = ROIC$  и рыночная стоимость предприятия равна балансовой стоимости чистых активов. В этом случае рыночный выигрыш собственника при вложении в данное предприятие равен нулю, поэтому он равно выигрывает, продолжая операции в данном предприятии или вкладывая средства в банковские депозиты;

2)  $EVA > 0$  означает прирост рыночной стоимости предприятия над балансовой стоимостью чистых активов, что стимулирует собственников к дальнейшему вложению средств в предприятие;

3)  $EVA < 0$  ведет к уменьшению рыночной стоимости предприятия. В этом случае собственник теряет вложенный в предприятие капитал за счет потери альтернативной доходности [183].

Из представленной интерпретации видна взаимосвязь между показателями с инвестиционной привлекательностью предприятия и его инвестиционным потенциалом. Основываясь на этом постулате, О. Ю. Толкаченко рассматривает целесообразность применения показателя *EVA* в индикативной методике оценки инвестиционной привлекательности предприятий на последнем её этапе [186]. Однако автор подчеркивает, что «зная величину инвестиций, необходимых для развития фирмы, далее важно определить, насколько дорого будут ей стоить привлеченные средства и какой прирост к рыночной стоимости фирмы эти инвестиции обеспечат. Поэтому целесообразно рассчитать добавленную экономическую стоимость» [186], но приводит только общие формулы расчета *EVA*. Кроме того, индикативную методику оценки инвестиционной привлекательности предлагается использовать только для собственников.

Вместе с тем считаем возможным применение показателя *EVA* и для оценки инвестиционного потенциала со стороны кредитных инвесторов. На наш взгляд, этот показатель в полной мере отражает достижение финансовых целей инвесторов (которые получают свое количественное выражение через средневзвешенную стоимость капитала), менеджеров и иных наемных работников – носителей человеческого капитала предприятия-реципиента. Положительное значение *EVA*, с одной стороны, стимулирует их к более эффективной деятельности, а с другой – способствует росту стоимости предприятия, что является стратегической целью всех категорий инвесторов.

В целях финансового прогнозирования эффективности вложений капитала расчет  $C_0$  представляется целесообразным дополнить расчетом  $C_1$  (ожидаемой фундаментальной стоимости предприятия с учетом объема и способа финансирования дополнительных инвестиций). При расчете  $C_1$  приняты во внимание два возможных варианта:

- финансовые ресурсы инвестиционной деятельности могут быть преобразованы в активы в течение кратковременного периода (до следующего отчетного года), тогда (с учетом ранее сделанных в формуле (2.9) предположений) формула для расчета  $C_1$  будет иметь следующий вид:

$$C_1 = IC + \frac{(ROIC^* - WACC^*) \cdot (IC + \Delta I)}{WACC^*} = IC + \left( \frac{ROIC^*}{WACC^*} - 1 \right) \cdot (IC + \Delta I) =$$

$$= IC \frac{ROIC^*}{WACC^*} + \Delta I \cdot \left( \frac{ROIC^*}{WACC^*} - 1 \right), \quad (2.14)$$

где  $\Delta I$  – дополнительный объем инвестиционных вложений;

$ROIC^*$  – рентабельность инвестированного капитала с учетом эффекта от дополнительных инвестиций;

$WACC^*$  – средневзвешенная стоимость капитала с учетом объема, условий и форм привлечения финансовых ресурсов инвестиционной деятельности;

- финансовые ресурсы инвестиционной деятельности могут быть преобразованы в активы в течение долговременного периода (более одного года), тогда

$$C_1 = IC + \sum_{t=1}^n \frac{(ROIC_t - WACC_t)(IC + \Delta I cum_t)}{(1 + WACC_t)^t} + \frac{\left( \frac{ROIC_n}{WACC_n} - 1 \right) (IC + \Delta I)}{(1 + WACC_n)^n} \quad (2.15)$$

где  $ROIC_t$  – рентабельность инвестированного капитала, складывающаяся на  $t$ -й год освоения внешних инвестиционных ресурсов,  $t = \overline{1, n}$ ;

$WACC_t$  – средневзвешенная стоимость капитала, складывающаяся на  $t$ -й год освоения внешних инвестиционных ресурсов,  $t = \overline{1, n}$ ;

$\Delta I cum_t$  – накопленная сумма внешних инвестиционных ресурсов к концу года  $t$ ,  $t = \overline{1, n}$ ,  $\Delta I cum_n = \Delta I$ ;

$ROIC_n$  – рентабельность инвестированного капитала по окончании инвестиционного периода с учетом полной отдачи от существующих и новых (созданных, приобретенных, модернизированных в результате осуществления внешних инвестиций) активов предприятия (аналогично  $ROIC^*$  в первом варианте расчета  $C_1$ );

$WACC_n$  – средневзвешенная стоимость капитала в последний год инвестиционного периода с учетом объема, условий и формы привлечения внешних инвестиционных ресурсов (аналогично  $WACC^*$  в первом варианте расчета  $C_1$ );

$n$  – продолжительность периода преобразования инвестиционных вложений в активы (инвестиционного периода);

$t$  – порядковый номер года с начала внешнего инвестирования,  $t = \overline{1, n}$ .

Следует отметить, что в некоторые годы  $t$  инвестиционного периода рентабельность инвестированного капитала  $ROIC_t$  может быть и ниже стоимости привлекаемого капитала в этом же периоде ( $WACC_t$ ). В особенности это характерно для значительных внешних кредитных инвестиций.

Применение в представленной методике показателя  $EVA$  сопряжено с необходимостью осуществления определенных корректировок.

Так, при расчете  $NOPAT$  необходимо из чистой прибыли вычесть как минимум проценты по кредитам, относимые на финансовую деятельность организации. При этом обязательно учитывать, что согласно [187] в первоначальную стоимость основных средств на момент ввода в эксплуатацию включаются проценты по кредитам и займам. Кроме того, проценты по кредитам и займам, полученным на приобретение или создание инвестиционных активов (выплачиваемые после ввода основных средств в эксплуатацию), могут быть в соответствии с принятой учетной политикой организации отнесены в конце года на увеличение стоимости этих активов [188, 189].

Вместе с тем дискуссионным является вопрос, нужно ли вычитать из общей суммы активов организации при расчете величины  $IC$  так называемые беспроцентные обязательства («беспроцентную текущую кредиторскую задолженность» [190]) и корректировать ли  $NOPAT$  на сумму платежей по ним. В концепции финансового менеджмента некоторых авторов кредиторская задолженность не рассматривается в качестве источника финансирования за исключением отсрочки платежа, оформленной векселями. Например, В.В. Ковалев утверждает, что в условиях переходной экономики при наличии существенных взаимных неплатежей «цена кредиторской задолженности определяется характером выплат по каждой статье кредиторской задолженности» [190].

Таким образом, в целях применения разрабатываемой методики считаем необходимым при расчете *NOPAT* корректировать чистую прибыль на величину всех перечисленных процентных платежей и платежей на поддержание кредиторской задолженности.

Формула для расчета *NOPAT* будет иметь следующий вид:

$$NOPAT = NP + I, \quad (2.16)$$

где *NP* – чистая прибыль;

*I* – проценты по кредитам (в составе расходов по финансовой деятельности и относимые на стоимость инвестиционных активов) и плата на поддержание кредиторской задолженности (из прочих расходов по текущей деятельности).

Тогда рентабельность инвестированного капитала в расчете  $C_0$  определяется по формуле

$$ROIC = \frac{NOPAT}{IC}. \quad (2.17)$$

В расчете  $C_1$  при кратковременном периоде преобразования инвестиционных вложений в активы рентабельность инвестированного капитала определяется из выражения

$$ROIC^* = \frac{NOPAT^*}{IC + \Delta I}, \quad (2.18)$$

где *NOPAT\** – величина показателя *NOPAT*, достигаемая в результате полного освоения инвестиций.

При долговременном периоде преобразования

$$ROIC_n = \frac{NOPAT_n}{IC + \Delta I_{cum}}, \quad (2.19)$$

где  $NOPAT_n$  – величина показателя *NOPAT*, достигаемая в результате полного освоения инвестиций.

При расчете с точки зрения эффекта «налогового щита» выплаты по обеспечению использования в деятельности предприятия требуемой суммы долгосрочных и краткосрочных обязательств представляется целесообразным разделить на две группы: учитываемые в соответствии

с действующим законодательством при налогообложении прибыли ( $P_y$ ) и неучитываемые при налогообложении прибыли ( $P_n$ ). Тогда предлагаемая формула расчета  $WACC$  будет следующей:

$$WACC = \frac{D}{СК} \cdot \frac{СК}{СК + ДО + КО} + \frac{(1 - СНП)P_y + P_n}{ДО + КО} \cdot \frac{ДО + КО}{СК + 3К + КО} =$$

$$= \frac{D \cdot СК}{СК(СК + ДО + КО)} + \frac{[(1 - СНП)P_y + P_n](ДО + КО)}{(ДО + КО)(СК + ДО + КО)} = \frac{D + (1 - СНП)P_y + P_n}{СК + ДО + КО}, \quad (2.20)$$

где  $D$  – сумма годовых дивидендных и приравненных к ним выплат;

$P_y$  – выплаты по обеспечению использования в деятельности предприятия долгосрочных и краткосрочных обязательств, учитываемые при налогообложении прибыли;

$P_n$  – выплаты по обеспечению использования в деятельности предприятия долгосрочных и краткосрочных обязательств, не учитываемые при налогообложении прибыли;

$СК$  – среднегодовая величина собственного капитала;

$ДО$  – среднегодовая величина долгосрочных обязательств;

$КО$  – среднегодовая величина краткосрочных обязательств;

$СНП$  – ставка налога на прибыль (в долях единицы).

Полагая неизменной средневзвешенную стоимость инвестированного капитала ( $IC$ ), принятого в расчете  $C_0$ , значение  $WACC^*$  предлагается определять по формуле

$$WACC^* = \frac{WACC \cdot IC + CC_M \cdot \Delta I}{IC + \Delta I}, \quad (2.21)$$

где  $CC_M$  – стоимость капитала (процентная ставка) на дополнительно инвестируемый капитал.

Аналогично определяется  $WACC_n$  при длительном периоде преобразования инвестиционных вложений в активы.

Показатели рентабельности  $ROIC^*$  и  $ROIC_n$  предпочтительнее определять с учетом прогнозируемого изменения показателей финансово-хозяйственной деятельности предприятия с учетом осуществления дополнительных инвестиций.

Последний шаг методики – расчет коэффициента инвестиционной эффективности предприятия по формуле

$$K_{\text{ин}} = \frac{C_1}{C_0}. \quad (2.22)$$

Очевидно, что в случае превышения  $C_1$  над  $C_0$  ( $K_{\text{ин}} > 1$ ) вложения капитала в предприятие можно обоснованно считать финансово целесообразными. Однако такую интерпретацию значения данного коэффициента представляется необходимым расширить существенными дополнительными условиями (вытекающими из необходимости достижения неотрицательного значения показателя  $EVA$ ):

- $ROIC^* > WACC^*$  – для первого варианта расчета  $C_1$ ;
- $ROIC_n > WACC_n$  (с учетом покрытия отрицательных значений  $EVA$  в течение периода преобразования инвестиционных вложений в активы) – для второго варианта расчета  $C_1$ .

Принятие такого условия связано с тем, что если в расчете  $C_0$  значение  $ROIC$  существенно ниже  $WACC$ , возможна ситуация, когда превышение  $C_1$  над  $C_0$  будет достигаться даже при превышении прогнозной величины средневзвешенной стоимости капитала над ожидаемой рентабельностью инвестированного капитала. Но для роста стоимости предприятия (что способствует достижению целей инвесторов и иных заинтересованных сторон) ожидаемая рентабельность инвестированного капитала должна превышать средневзвешенную стоимость капитала.

Сказанное выше позволяет сформулировать условия эффективности вложений капитала в деятельность хозяйствующего субъекта:

- $K_{\text{ин}} > 1$  при одновременном соблюдении неравенства  $ROIC > WACC$  (в расчете  $C_0$ );
- $K_{\text{ин}} > 1$  при одновременном соблюдении системы неравенств (2.23):

$$\left\{ \begin{array}{l} 0 < ROIC < WACC \text{ (в расчете } C_0\text{);} \\ ROIC^* > WACC^* \text{ (при кратковременном периоде освоения} \\ \text{инвестиций);} \\ ROIC_n > WACC_n \text{ с учетом покрытия отрицательных значений } EVA \\ \text{в течение инвестиционного периода (при долговременном} \\ \text{периоде освоения инвестиций).} \end{array} \right. \quad (2.23)$$



В иных случаях вложения в предприятие не будут финансово целесообразными, поскольку с учетом недостаточно эффективно используемого внешнего инвестирования его фундаментальная стоимость (в сравнении с величиной инвестированного капитала) будет снижаться.

Рассмотрим применение разработанной методики на двух условных примерах (таблицы 2.5, 2.6).

### Пример 1

Расчет коэффициента инвестиционной эффективности при кратковременном периоде преобразования и  $ROIC > WACC$  в расчете  $C_0$ .

Таблица 2.5. – Исходные данные для примера 1

| Показатели   | Значения |
|--|----------|
| Инвестированный капитал ( $IC$ ), ден. ед.   | 50 000   |
| Рентабельность инвестированного капитала ( $ROIC$ ), %   | 8        |
| Средневзвешенная стоимость капитала ( $WACC$ ), %  | 6,5      |
| Дополнительные внешние инвестиции ( $\Delta I$ ), ден. ед.   | 20 000   |
| Стоимость дополнительно инвестированного капитала ( $CC_{\Delta}$ ), %   | 10       |
| Ожидаемая (расчетная) рентабельность инвестированного капитала с учетом эффекта от дополнительных инвестиций ( $ROIC^*$ ), % | 9        |

Источник: собственная разработка автора.

По формуле (2.12) определим  $C_0$ :

$$C_0 = 50\,000 \frac{8}{6,5} = 61\,538,5 \text{ ден. ед.}$$

По формуле (2.21) найдем  $WACC^*$ :

$$WACC^* = \frac{WACC \cdot IC + CC_{\Delta} \cdot \Delta I}{IC + \Delta I} = \frac{6,5 \cdot 50\,000 + 10 \cdot 20\,000}{50\,000 + 20\,000} = 7,5\%.$$

Далее по формуле (2.11) определим  $C_1$ :

$$C_1 = 50\,000 \frac{9}{7,5} + 20\,000 \left( \frac{9}{7,5} - 1 \right) = 64\,000 \text{ ден. ед.}$$

Коэффициент инвестиционной эффективности  $K_{ин} = \frac{64\,000}{61\,538,5} = 1,04$ , что подтверждает целесообразность дополнительных инвестиций в предприятие.

## Пример 2

Расчет коэффициента инвестиционной эффективности при долго-временном периоде преобразования и  $0 < ROIC < WACC$  в расчете  $C_0$ .

Таблица 2.6. – Исходные данные для примера 2

| Показатели   | Значения |
|--|----------|
| Инвестированный капитал ( $IC$ ), ден. ед.   | 50 000   |
| Рентабельность инвестированного капитала ( $ROIC$ ), %   | 5        |
| Средневзвешенная стоимость капитала ( $WACC$ ), %  | 6,5      |
| Дополнительные внешние инвестиции ( $\Delta I$ ), ден. ед.   | 20 000   |
| Стоимость дополнительно инвестированного капитала ( $CC_M$ ), %  | 10       |
| Ожидаемая сумма дисконтированных величин экономической добавленной стоимости в течение периода освоения инвестиций   | -5000    |
| $\sum_{t=1}^n \frac{(ROIC_t - WACC_t)(IC + \Delta I cum_t)}{(1 + WACC_t)^t}$   |          |
| Ожидаемая (расчетная) рентабельность инвестированного капитала по окончании инвестиционного периода с учетом полной отдачи от существующих и новых активов ( $ROIC_n$ ), % | 9        |
| Ожидаемая продолжительность инвестиционного периода, лет   | 2        |

Источник: собственная разработка автора.

По формуле (2.12) определим  $C_0$ :

$$C_0 = 50\,000 - \frac{5}{6,5} = 38\,461,5 \text{ ден. ед.}$$

По формуле (2.21) найдем  $WACC_n$ :

$$WACC_n = \frac{WACC \cdot IC + CC_M \cdot \Delta I}{IC + \Delta I} = \frac{6,5 \cdot 50\,000 + 10 \cdot 20\,000}{50\,000 + 20\,000} = 7,5\%$$

Далее по формуле (2.15) определим  $C_1$ :

$$C_1 = 50\,000 - 5000 + \frac{\left(\frac{9}{7,5} - 1\right) \cdot (50\,000 + 20\,000)}{(1 + 0,075)^2} = 57\,114,7 \text{ ден. ед.}$$

Коэффициент инвестиционной эффективности  $K_{ин} = \frac{57\,114,7}{38\,641,5} = 1,48$ , что подтверждает целесообразность дополнительных инвестиций в предприятие.

Однако если бы (расчетная) рентабельность инвестированного капитала по окончании инвестиционного периода с учетом полной отдачи от существующих и новых активов ( $ROIC_n$ ) составила 8%, вариант расчета  $C_1$  был бы следующим:

$$C_1 = 50000 - 5000 + \frac{\left(\frac{9}{7,5} - 1\right) \cdot (50000 + 20000)}{(1 + 0,075)^2} = 49\,038,2 \text{ ден. ед.}$$

$$\text{Коэффициент инвестиционной эффективности } K_{ин} = \frac{49\,038,2}{38\,641,5} = 1,27.$$

В этом случае коэффициент инвестиционной эффективности больше единицы, а также  $ROIC_n > WACC_n$ , но вместе с тем фундаментальная стоимость  $C_1$  ниже стоимости инвестированного капитала ( $IC$ ), то есть не покрывается отрицательное значение дисконтированного показателя  $EVA$  в течение инвестиционного периода, значит, не выполняется условие (2.23), и инвестировать дополнительный капитал в предприятие нецелесообразно.

Представленная методика финансового прогнозирования эффективности вложений капитала в предприятие [191] позволяет проводить обоснованную оценку целесообразности инвестирования на окончательной стадии принятия решения инвестором.

В отличие от существующих методик, опирающихся на стоимостной подход и прогнозирование будущей стоимости предприятия, в разработанной методике обоснованы:

- целесообразность и необходимость применения показателя  $EVA$  в качестве индикатора, в наибольшей степени учитывающего достижение финансовых целей инвесторов, менеджеров и иных наемных работников – носителей человеческого капитала предприятия-реципиента;
- использование средневзвешенной стоимости капитала в качестве ставки дисконтирования на основе общепринятых постулатов финансового менеджмента [192, с. 48];
- исключение двойного учета процентов (например, требования Правил по разработке бизнес-планов инвестиционных проектов [193] о вы-

читании процентов по долгосрочным кредитам из чистого дохода, что при их отнесении на результат по финансовой деятельности приводит к двойному счету – проценты по кредитам в таком случае учитываются при формировании прибыли, а затем еще раз сопоставляются с чистым доходом при расчете коэффициента покрытия задолженности);

- принятие горизонта расчета дисконтирования как бесконечного периода на основе общих положений определения инвестиционной стоимости предприятия и концепции временной неограниченности функционирования хозяйствующего субъекта;

- влияние дополнительно привлекаемых инвестиционных ресурсов на средневзвешенную стоимость капитала организации;

- учет взаимных финансовых интересов инвестора и предприятия-реципиента.

Данная методика позволяет определять влияние дополнительно привлекаемых финансовых ресурсов на средневзвешенную стоимость капитала и показатель экономической добавленной стоимости; учитывать в расчете фундаментальной стоимости организации особенности кратковременного и долговременного периода преобразования инвестиционных вложений в активы.

Разработанная методика совместно с методикой оценки исходного инвестиционного потенциала организации формирует основу алгоритма комплексной оценки финансовой целесообразности инвестирования и предлагает пошаговый практикоориентированный финансовый механизм управления инвестиционным потенциалом.

### **2.3 Алгоритм комплексной оценки финансовой целесообразности инвестирования**

Основываясь на результатах проведенных исследований, можно сделать вывод, что использование инвестиционного потенциала организации начинается при преобразовании финансовых ресурсов инвестиционной деятельности в инвестиционные затраты, т.е. когда потенциальные финансовые ресурсы организации приобретают форму имеющихся финансовых ресурсов инвестиционной деятельности.

В связи с этим исследуем процедуру и сформируем последовательность действий на стадии формирования финансовых ресурсов инвестици-

онной деятельности с учетом разработанного методического обеспечения финансового управления формированием инвестиционного потенциала.

Так, последовательность этапов комплексной оценки финансовой целесообразности инвестирования в предприятие при использовании финансовых ресурсов потенциальных инвесторов можно формализованно представить в таблице 2.7.

Таблица 2.7. – Характеристика этапов стадии формирования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности

| Этап   | Содержание  | Методическое обеспечение   |
|--|---|--|
| Предварительный<br>отбор потенциальных реципиентов | Оценка инвестиционной привлекательности страны, отрасли и текущего состояния возможных реципиентов        | <ul style="list-style-type: none"> <li>• результаты рейтингов международных организаций и рейтинговых агентств);</li> <li>• методики оценки отраслевой инвестиционной привлекательности (например, методика И. И. Ройзмала и И. В. Гришиной) [194];</li> <li>• методика оценки исходного инвестиционного потенциала организации</li> </ul> |
| Взаимодействие с конкретным инвестором             | Оценка перспектив развития предприятия с учетом факторов преобразования и объемов внешнего инвестирования | Методика финансового прогнозирования эффективности вложений капитала   |
| Инструментальный                                   | Определение конкретной формы финансового участия инвестора и инструмента инвестирования                   | Инструменты оценки влияния формы финансового участия инвестора на средневзвешенную стоимость капитала и рентабельность   |

*Источник:* собственная разработка автора.

Процесс комплексной оценки финансовой целесообразности инвестирования в предприятие начинается с оценки страновой инвестиционной привлекательности (см. таблицу 2.7).

Актуальные страновые рейтинги представлены в приложениях Н и П. В приложении Н приведена рейтинговая оценка страновых рисков

для 140 национальных экономик по версии Международного агентства по оценке страновых рисков (International Country Risk Guide – ICRG).

Совокупный индекс странового риска ICRG рассчитывается по трем категориям: политический риск, экономический риск, финансовый риск – и складывается из трех отдельных рейтингов по каждой категории. Оценка политического риска составляет в сумме 100 баллов, финансового и экономического – по 50 баллов соответственно.

Каждому компоненту риска в каждой категории присваивается максимальная количественная оценка (количество баллов риска), причем самое высокое число баллов указывает на самый низкий потенциальный риск рассматриваемого компонента, а самое низкое число баллов (0) указывает на самый высокий потенциальный риск. Максимум баллов, который может быть присвоен определенному компоненту риска, задан в пределах системы и зависит от его важности при оценке совокупного странового риска.

Политический риск в рейтинге ICRG оценивается по 12 компонентам, к которым относятся: политическая стабильность (12 баллов); социально-экономические условия (12 баллов); инвестиционный профиль (12 баллов); внутренние конфликты (12 баллов); внешние конфликты (12 баллов); коррупция (6 баллов); участие вооруженных сил в политике (6 баллов); религиозная напряженность (6 баллов); законность и правопорядок (6 баллов); этническая напряженность (6 баллов), демократическая ответственность (6 баллов), качество бюрократии (4 балла).

Финансовый риск оценивается по 5 компонентам: внешний долг как процент от ВВП (10 баллов); обслуживание внешнего долга как процент от экспорта (10 баллов); текущий счет как процент от экспорта (15 баллов); чистая ликвидность как количество месяцев на покрытие импорта (5 баллов); стабильность обменного курса (10 баллов).

Экономический риск оценивается также по 5 компонентам: ВВП на душу населения (5 баллов); реальный ежегодный рост ВВП (10 баллов); ежегодный рост инфляции (10 баллов); баланс государственного бюджета как процент от ВВП (10 баллов); баланс текущего счета как процент от ВВП (15 баллов).

Индекс странового риска получается из суммы трех индексов, разделенной на два. «Очень низкий уровень риска» считается от 80 до 100 пунктов, «очень высокий уровень» – от 0 до 49,5.

Особенность методологии расчета сводного показателя рейтинга заключается в том, что при расчете общей оценки финансовый и экономиче-

ский риск рассматриваются как единый блок, равнозначный политическому риску. Следовательно, общая рейтинговая оценка определяется как сумма всех частных оценок, деленная пополам.

В таблице 2.8 показаны сравнительные показатели рейтинга по Республике Беларусь, Российской Федерации и Украине.

Таблица 2.8. – Оценки странового риска ICRG

| Показатели  | Август<br>2015 года | Июль<br>2016 года |
|---|---------------------|-------------------|
| <i>Республика Беларусь</i>                                      |                     |                   |
| Место в рейтинге  | 128                 | 115               |
| Совокупная рейтинговая оценка странового риска,<br>в том числе: | 57,3                | 60,3              |
| • оценка политического риска                                    | 55,5                | 58,0              |
| • оценка финансового риска                                      | 28,5                | 31,5              |
| • оценка экономического риска                                   | 30,5                | 31,0              |
| <i>Российская Федерация</i>                                     |                     |                   |
| Место в рейтинге  | 90                  | 73                |
| Совокупная рейтинговая оценка странового риска,<br>в том числе: | 64,5                | 67,3              |
| • оценка политического риска                                    | 56,5                | 56,5              |
| • оценка финансового риска                                      | 35,5                | 44,0              |
| • оценка экономического риска                                   | 37,0                | 34,0              |
| <i>Украина</i>  |                     |                   |
| Место в рейтинге  | 135                 | 119               |
| Совокупная рейтинговая оценка странового риска,<br>в том числе: | 54,0                | 59,8              |
| • оценка политического риска                                    | 58,0                | 60,5              |
| • оценка финансового риска                                      | 26,5                | 31,0              |
| • оценка экономического риска                                   | 23,5                | 28,0              |

Источник: <http://epub.prsgroup.com/icrg-tables> (приложение Н).

Данные, представленные в таблице 2.8, наглядно демонстрируют повышение странового риска для всех представленных стран. Для сравнения, лучшая рейтинговая оценка в июле 2016 года (Швейцария) – 88,5, худшая (Венесуэла) – 41,0.

Один из наиболее обоснованных подходов к инвестиционной привлекательности государства представлен международной группой консультационных и аудиторских компаний BDO International в ежегодном



рейтинге инвестиционной привлекательности стран BDO Business Compass. International Business Compass составляется Гамбургским институтом мировой экономики в сотрудничестве с аудиторской компанией BDO ежегодно, начиная с 2012 года.

BDO Business Compass дает оценку инвестиционной привлекательности страны, представляя информацию как многомерное понятие в трех измерениях: экономические факторы, политико-правовое поле и социально-культурные условия. Экономические факторы сами по себе могут отражать ситуацию в стране только в ограниченном масштабе, поскольку политические, правовые, социальные и культурные аспекты также играют определенную роль и в конечном итоге оказывают влияние на то, насколько привлекательной является страна с инвестиционной точки зрения.

Совокупный индекс инвестиционной привлекательности страны в методике BDO International определяется как средняя геометрическая величина трех индексов: экономических, политико-правовых и социокультурных условий. Каждый индекс оценивается по 100-балльной шкале. Общее количество оцениваемых стран – 174 (приложение II).

Лидерами рейтинга в 2016 году выступают Сингапур (82,85 баллов), Гонконг (82,13 баллов) и Швейцария (78,9 баллов). Аутсайдеры рейтинга – Афганистан (29,23 баллов), Северная Корея (29,17 баллов), Демократическая Республика Конго (26,63 баллов).

Результаты оценки инвестиционной привлекательности для рассматриваемых стран представлены в таблице 2.9.

Динамика совокупного индекса инвестиционной привлекательности BDO International, в отличие от рейтинга ICRG, неоднозначна. Несмотря на отсутствие улучшения общеэкономической ситуации по всем представленным странам в 2014 году их привлекательность по оценкам BDO International повышается. Различия в оценках ICRG и BDO International могут объясняться тем, что в первом рейтинге (как более оперативном) учтены негативные тенденции на валютных рынках рассматриваемых стран в 2014–2016 годах.

Существенную роль в оценке инвестиционного и делового климата страны играет и рейтинг «Ведение бизнеса» (Doing Business) Всемирного банка. Эксперты этой международной финансовой организации оценивают легкость ведения бизнеса как синтетический показатель, включающий в себя такие компоненты, как: регистрация предприятий; получение разрешения на строительство; подключение к системе электроснабжения;

регистрация собственности; получение кредитов; защита миноритарных инвесторов; налогообложение; международная торговля; обеспечение исполнения контрактов; разрешение неплатежеспособности.

Таблица 2.9. – Динамика индексов инвестиционной привлекательности BDO International

| Показатели   | 2013 год | 2014 год | 2015 год | 2016 год |
|--|----------|----------|----------|----------|
| 1  | 2        | 3        | 4        | 5        |
| <i>Республика Беларусь</i>                                       |          |          |          |          |
| Место в рейтинге   | 117      | 115      | 85       | 89       |
| Совокупный индекс инвестиционной привлекательности, в том числе: | 44,32    | 44,87    | 50,92    | 49,63    |
| • индекс экономических условий                                   | 38,72    | 37,12    | 49,44    | 49,19    |
| • индекс политико-правовых условий                               | 40,72    | 42,96    | 45,19    | 44,96    |
| • индекс социокультурных условий                                 | 55,22    | 56,66    | 59,10    | 55,27    |
| <i>Российская Федерация</i>                                      |          |          |          |          |
| Место в рейтинге   | 111      | 104      | 100      | 100      |
| Совокупный индекс инвестиционной привлекательности, в том числе: | 45,66    | 46,86    | 49,11    | 48,48    |
| • индекс экономических условий                                   | 47,3     | 49,66    | 54,06    | 52,79    |
| • индекс политико-правовых условий                               | 40,07    | 39,31    | 41,2     | 41,51    |
| • индекс социокультурных условий                                 | 50,21    | 52,72    | 53,17    | 51,99    |
| <i>Украина</i>   |          |          |          |          |
| Место в рейтинге   | 99       | 109      | 89       | 130      |
| Совокупный индекс инвестиционной привлекательности, в том числе: | 47,12    | 46,18    | 50,57    | 43,15    |
| • индекс экономических условий                                   | 48,95    | 46,69    | 63,21    | 47,99    |
| • индекс политико-правовых условий                               | 44,58    | 43,44    | 40,79    | 35,66    |
| • индекс социокультурных условий                                 | 47,95    | 48,55    | 50,16    | 46,95    |

Источник: <http://www.bdo-ibc.com> (приложение П).

В приведении частных критериев к 100-балльной шкале применяется показатель удаленности от «передового рубежа» (frontier), который характеризует, насколько та или иная страна удалена от лучших значений, выявленных среди всех стран за период с 2005 года (начало ведения рейтинга

Всемирным банком). Данный показатель дает возможность пользователям рассчитать разрыв между частными критериями рейтинга той или иной страны и наилучшими их значениями за весь период его ведения, а также оценить изменения с течением времени.

Показатель удаленности от «передового рубежа» для каждой страны принимает значения по шкале от 0 до 100 баллов, где 0 баллов присваивается наихудшим значениям, а «передовой рубеж» получает 100 баллов.

Сравнительная позиция Республики Беларусь в этом рейтинге отражена в таблице 2.10.

Таблица 2.10. – Сравнительная позиция Беларуси в рейтинге «Ведение бизнеса»

| Страны               |                  | ДВ 2016 | ДВ 2017 | ДВ 2018 |
|----------------------|------------------|---------|---------|---------|
| Новая Зеландия       | Место в рейтинге | 2       | 1       | 1       |
|                      | Балл             | 86,79   | 87,01   | 86,55   |
| Сингапур             | Место в рейтинге | 1       | 2       | 2       |
|                      | Балл             | 87,34   | 85,05   | 84,57   |
| ...                  |                  |         |         |         |
| Республика Беларусь  | Место в рейтинге | 44      | 37      | 38      |
|                      | Балл             | 72,33   | 74,13   | 75,06   |
| ...                  |                  |         |         |         |
| Российская Федерация | Место в рейтинге | 51      | 40      | 35      |
|                      | Балл             | 70,99   | 73,19   | 75,5    |
| ...                  |                  |         |         |         |
| Украина              | Место в рейтинге | 83      | 80      | 76      |
|                      | Балл             | 63,04   | 63,90   | 65,75   |
| ...                  |                  |         |         |         |
| Эритрея              | Место в рейтинге | 189     | 189     | 189     |
|                      | Балл             | 27,61   | 28,05   | 22,87   |
| Сомали               | Место в рейтинге | –       | 190     | 190     |
|                      | Балл             | –       | 20,29   | 19,98   |

Источник: <http://www.doingbusiness.org>.

Следует заметить, что рейтинговая оценка на следующий календарный год определяется по данным двух предыдущих лет.

Например, рейтинг «Ведение бизнеса-2017» базируется на фактических данных за 2015–2016 годы.

Как видно из таблицы 2.10, позиции Республики Беларусь в данном рейтинге намного лучше, чем в представленных выше рейтингах странового риска и инвестиционной привлекательности. Вместе с тем Российская

Федерация за последние три года достигла более существенного прогресса в улучшении своей позиции в рейтинге.

Места Республики Беларусь по отдельным компонентам рейтинга представлены в таблице 2.11.

Таблица 2.11. – Место Беларуси по компонентам рейтинга «Ведение бизнеса»

| Рейтинги по категориям                 | ДВ 2016 | ДВ 2017 | ДВ 2018 |
|--|---------|---------|---------|
| Регистрация предприятий                | 12      | 31      | 30      |
| Получение разрешений на строительство  | 34      | 28      | 22      |
| Подключение к системе электроснабжения | 89      | 24      | 25      |
| Регистрация собственности              | 7       | 5       | 5       |
| Получение кредитов                     | 109     | 101     | 90      |
| Защита миноритарных инвесторов         | 57      | 42      | 40      |
| Налогообложение                        | 63      | 99      | 96      |
| Международная торговля                 | 25      | 30      | 30      |
| Обеспечение исполнения контрактов      | 29      | 27      | 24      |
| Разрешение неплатежеспособности        | 69      | 69      | 68      |

Источник: <http://www.doingbusiness.org>.

Из таблицы видно, что сравнительно высокое место Беларуси в рейтинге «Ведение бизнеса» обеспечивается главным образом за счёт организационных мероприятий и оптимизация бюрократических процедур. Осуществляемые меры по улучшению носят в большей степени декларативный и организационный характер и направлены на упрощение количества административных процедур. Вместе с тем становится очевидным отставание по таким существенным критериям, как получение доступных кредитов для бизнеса (90 место), а также его налогообложение (96 место).

Суть дальнейшего совершенствования институциональной среды ведения бизнеса и привлечения инвестиций состоит в её коренных изменениях в направлении развития корпоративного управления, становления необходимых институтов рыночной экономики.

Что касается оценки инвестиционной привлекательности на уровне отрасли, то в случае необходимости методика оценки отраслевой инвестиционной привлекательности И. И. Ройзмана и И. В. Гришиной может быть адаптирована с учетом имеющейся у инвестора информации. Пример такой авторской адаптации представлен в приложении Р [195].

Следует отметить, что оценка странового и отраслевого уровней инвестиционной привлекательности на стадии предварительного отбора является опциональной.

Так, например, оценка инвестиционной привлекательности страны необходима, прежде всего, для иностранных инвесторов. Оценка отраслевой инвестиционной привлекательности может не понадобиться инвестору, уже осуществляющему инвестиции в определенной отрасли. В ряде случаев инвестор, пропуская стадию предварительного отбора, может сразу переходить к взаимодействию с конкретным реципиентом.

Методике финансового прогнозирования эффективности вложений капитала в представленной схеме отводится ключевая роль, поскольку именно ее применение способствует согласованию финансовых интересов инвестора и реципиента инвестиций в процессе оценки финансовой целесообразности инвестирования в предприятие.

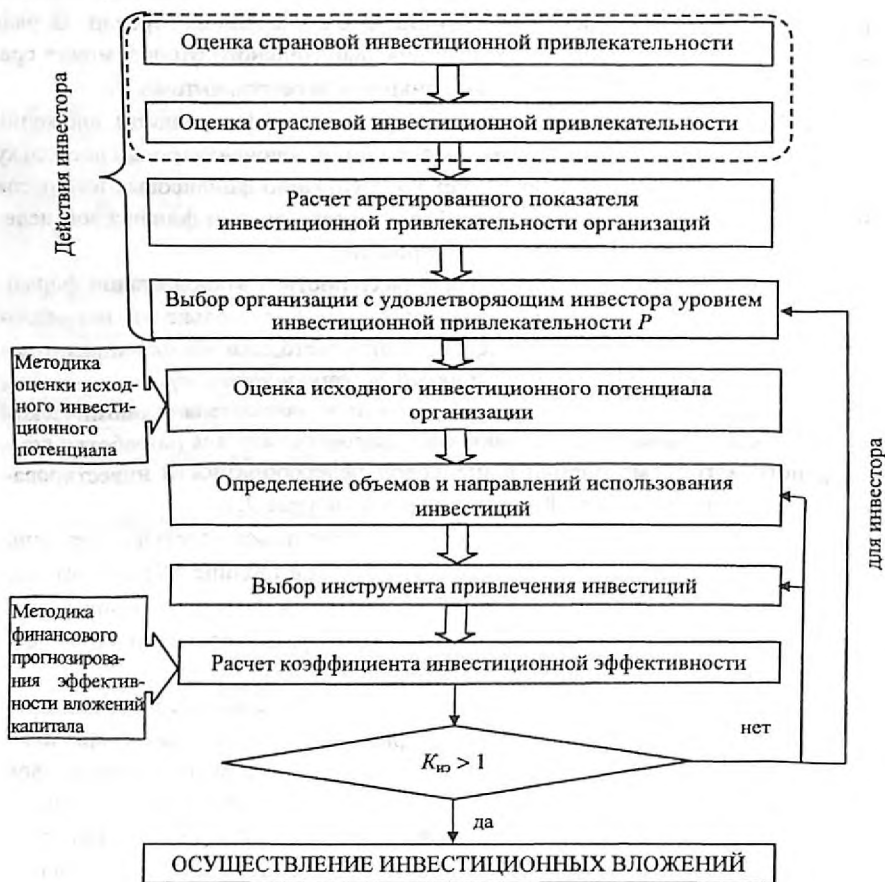
Таким образом, предлагаемая характеристика этапов стадии формирования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности и предложенные в рамках настоящего исследования методики оценки инвестиционной привлекательности предприятий и финансового прогнозирования эффективности вложений капитала на основе показателя экономической добавленной стоимости позволяют сформировать базу для разработки комплексного алгоритма оценки финансовой целесообразности инвестирования в предприятие, который представлен на рисунке 2.1.

Оценка по каждому уровню должна проводиться отдельно (перечень методического обеспечения оценки представлен в таблице 2.7), причем тот или иной уровень в силу специфики деятельности конкретного инвестора может быть пропущен. Опциональность двух первых уровней оценки представлена штриховой линией на рисунке 2.1.

По итогам расчета агрегированного показателя инвестиционной привлекательности организаций наиболее рациональным для инвестора является выбор для инвестирования предприятия с наилучшей рейтинговой оценкой. Далее на основе оценки величины исходного инвестиционного потенциала определяются объемы финансовых ресурсов инвестиционной деятельности и направления их использования. Если организация инвестором не выбрана, осуществляется необходимая корректировка ее инвестиционной программы и переход к дальнейшим этапам.

Поскольку методика финансового прогнозирования эффективности вложений капитала предусматривает расчет средневзвешенной стоимости капитала, необходим предварительный выбор инструмента привлечения

инвестиций, который даст возможность спрогнозировать стоимость капитала для дополнительно привлекаемого финансового потока инвестиций и ее влияние на общую стоимость капитала организации. Содержание данного этапа комплексного алгоритма индивидуально для каждого конкретного случая взаимодействия инвестора и организации-реципиента.



**Рисунок 2.1. – Алгоритм комплексной оценки финансовой целесообразности инвестирования**

Источник: собственная разработка автора.

В результате применения методики финансового прогнозирования эффективности вложений капитала рассчитывается коэффициент инвестиционной эффективности, критериальное значение которого равно единице. Если указанный показатель не достигает этого значения, будущая экономическая фундаментальная стоимость организации не позволит ему в полной мере соответствовать требованиям потенциального инвестора.

В этом случае необходимо вернуться на этап определения объемов инвестирования или предварительного выбора инструмента инвестирования с целью изменения входных параметров для расчета средневзвешенной стоимости капитала. Если эти действия не приведут к достижению коэффициентом инвестиционной эффективности его критериального значения, инвестору следует вновь обратиться к результатам рейтинговой оценки инвестиционной привлекательности.

После принятия окончательного решения инвестором происходит переход на инструментальный этап (см. таблицу 2.7) и оформление договорных отношений между инвестором и реципиентом. На их основе потенциальные финансовые ресурсы инвестора становятся реальными инвестиционными вложениями, т.е. приобретают форму располагаемых финансовых ресурсов инвестиционной деятельности.

## **Выводы по главе 2**

Таким образом, подводя итоги проведенного исследования, на основании результатов, представленных в данной главе, можно сделать вывод о целесообразности и необходимости поэтапной оценки исходного инвестиционного потенциала организации и финансового прогнозирования эффективности вложений капитала. Представляется, что такую оценку следует осуществлять с помощью разработанных методик, последовательность применения которых определяется алгоритмом комплексной оценки финансовой целесообразности инвестирования капитала.

Каждая из методик, формирующих ключевые точки принятия финансовых решений в алгоритме, имеет свое обоснованное предназначение:

- *методика оценки исходного инвестиционного потенциала организаций* позволяет из рассматриваемого множества выбрать потенциально более привлекательные для инвестирования и объективно оценить их инвестиционные возможности (для инвестора), а также объективно позицио-



нировать организацию на инвестиционном рынке с учетом ее инвестиционных возможностей;

• методика финансового прогнозирования эффективности вложений капитала призвана показать инвестору и самой организации финансовую целесообразность (или ее отсутствие) использования финансовых ресурсов именно в ее инвестиционной деятельности.

Алгоритм позволяет обеспечить комплексное решение задачи финансового управления инвестиционным потенциалом на стадии формирования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности, способствуя тем самым формированию финансового потока инвестиционных вложений.

Алгоритм комплексной оценки финансовой целесообразности инвестирования в предприятие и методики, обеспечивающие эффективное прохождение его этапов, формируют инструментарий, который будет задействован при разработке и функционировании финансового механизма управления инвестиционным потенциалом организации.

# ФИНАНСОВЫЙ МЕХАНИЗМ УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫМ ПОТЕНЦИАЛОМ ОРГАНИЗАЦИИ

## 3.1 ХАРАКТЕРИСТИКА ЭЛЕМЕНТОВ ФИНАНСОВОГО МЕХАНИЗМА УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫМ ПОТЕНЦИАЛОМ ОРГАНИЗАЦИИ

Опираясь на обоснованное ранее положение, что базу инвестиционного потенциала организации составляют внешние и внутренние финансовые ресурсы инвестиционной деятельности, для полного и системного представления финансового управления его формированием и использованием в рамках настоящего исследования необходимо сделать акцент на вопросах формирования финансового механизма управления инвестиционным потенциалом организации.

Однако основы создания такого финансового механизма в настоящее время не изучены, поэтому рассмотрим основные категории, формирующие концептуальные основы финансового механизма [1, 55, 63, 65, 196–199] (приложение С).

Как видно из данного приложения, большинством авторов финансовой механизм рассматривается на макроуровне.

Структура финансового механизма на микроуровне довольно сложна и описывается авторами по-разному. Так, Н. В. Колчина включает в структуру финансового механизма следующие основные элементы: финансовые методы, финансовые инструменты, правовое обеспечение, информационно-методическое обеспечение управления финансами [69].

По мнению И. Т. Балабанова, в структуру финансового механизма входят пять взаимосвязанных элементов: финансовые методы, финансовые рычаги, правовое, нормативное и информационное обеспечение [58].

Элементы финансового механизма, предложенные В. В. Богатырёвой в рамках рассмотрения финансового управления воспроизводством человеческого капитала, в частности, включают финансовые методы, финансовые инструменты, финансовые рычаги, информационное обеспечение, управленческий инструментарий [142, с. 90].

Таким образом, большинство авторов сходятся во мнении, что любой финансовый механизм включает как минимум такие составляющие, как методы, рычаги и инструменты.

Методы финансового управления отражают применяемые средства воздействия управляющей подсистемы на управляемую. Для целей финансового управления формированием и использованием инвестиционного по-

тенциала наиболее значимыми являются методы принятия финансовых решений (прогнозирование, планирование, регулирование).

В качестве инструментов финансового механизма управления инвестиционным потенциалом организации прием индикаторы минимально необходимого уровня рентабельности инвестиций.

Финансовый рычаг представляет собой прием действия финансового метода. К финансовым рычагам относятся: прибыль; доходы; амортизационные отчисления; экономические фонды целевого назначения; финансовые санкции; арендная плата; процентные ставки по кредитам, депозитам, облигациям; паевые взносы; вклады в уставный капитал; портфельные инвестиции; дивиденды и т.п. [63]. По направлению своего действия они подразделяются на две группы: стимулы и санкции.

В отношении предмета настоящего исследования в качестве стимулов выступает возможность получения инвестором дохода на вложенный в предприятие капитал. Следовательно, основными рычагами финансового механизма управления инвестиционным потенциалом организации являются чистый доход предприятия, получаемый от осуществления инвестиций, и экономическая добавленная стоимость, определяемая в рамках методики финансового прогнозирования эффективности вложений капитала по представленным во второй главе формулам (2.14) и (2.15). Кроме того, финансовым рычагом в разрабатываемом финансовом механизме является и показатель *NOPAT*, выступающий в качестве главной детерминанты экономической добавленной стоимости.

В структуре финансового механизма А. М. Литовских рассматривает и такой элемент, как информационное обеспечение – наличие необходимой информации для принятия финансовых решений (разного рода и вида экономическая, коммерческая, финансовая и прочая информация) [63].

В отношении принятого предмета исследования представляется целесообразным выделить методическое обеспечение финансового механизма:

- оценку исходного инвестиционного потенциала организации;
- финансовое прогнозирование эффективности вложений капитала.

С позиции достижения целей финансового управления важным элементом финансового механизма является управленческий инструментарий [142]. Для разрабатываемого финансового механизма управления в качестве управленческого инструментария используем алгоритм комплексной оценки финансовой целесообразности инвестирования. Вместе с тем для формирования пошагового инструментария управленческих действия в сфере не только формирования, но и использования инвестиционного потен-

циала представляется важным дополнить управленческий инструментарий разрабатываемого механизма алгоритмом применения самого финансового механизма.

С учетом сказанного выше совокупность элементов финансового механизма управления инвестиционным потенциалом организации можно представить в виде рисунка 3.1.

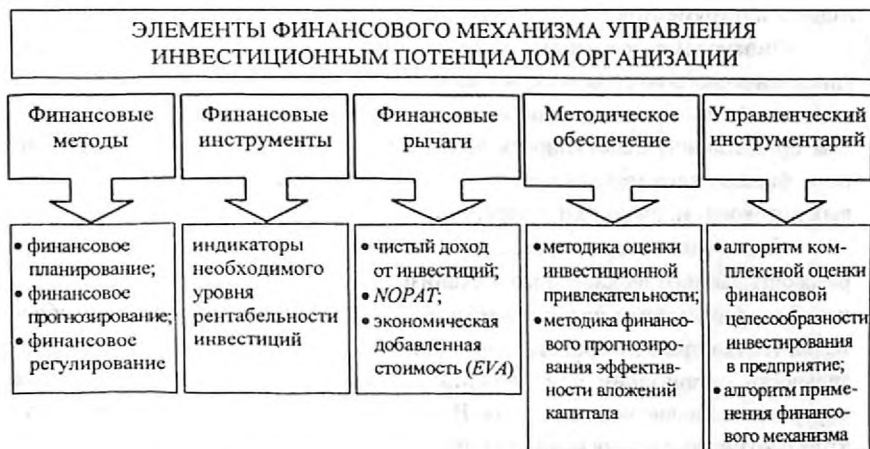


Рисунок 3.1. – Элементы финансового механизма управления инвестиционным потенциалом организации

Источник: собственная разработка [200].

Таким образом, в приложении к предмету настоящего исследования финансовый механизм управления инвестиционным потенциалом организации можно определить как совокупность финансовых методов, инструментов и рычагов формирования и использования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности организации, а также соответствующего методического обеспечения и управленческого инструментария для обеспечения формирования и эффективного инвестиционного потенциала организации.

Принципы функционирования разработанного финансового механизма следующие:

- каждый элемент представляет неотъемлемую составную часть единого целого (взаимосвязаны между собой);

- одновременно все элементы функционируют относительно самостоятельно, что обуславливает необходимость их постоянного согласования;
- управленческое воздействие с применением соответствующего методического обеспечения и управленческого инструментария прослеживается на всех стадиях функционирования финансового механизма;
- все финансовые решения принимаются на основе финансовых методов и инструментов.

Финансовые потоки выступают одновременно и в качестве объекта управленческого воздействия, и в качестве связующих звеньев между элементами финансового механизма управления инвестиционным потенциалом организации. Совокупность взаимосвязей между элементами названного финансового механизма с учетом разработанной системы финансовых потоков (см. рисунок 1.6) представлена на рисунке 3.2.

Схема позволяет охарактеризовать взаимосвязи между элементами разрабатываемого финансового механизма с помощью финансовых потоков. Так, финансовый поток инвестиционных вложений может быть обеспечен только при непосредственном финансовом участии инвестора в деятельности организации или наличии у самой организации достаточных внутренних финансовых ресурсов. В этом случае у организации формируются финансовые ресурсы инвестиционной деятельности.

Очевидно, что принятие инвестором решения об инвестировании является ключевым в процессе функционирования разрабатываемого финансового механизма управления инвестиционным потенциалом. Без наличия такого положительного решения невозможно осуществление последующих стадий функционирования данного финансового механизма. Следовательно, большинство элементов финансового механизма будут задействованы для обеспечения информационно-аналитической поддержки принятия решения об инвестировании.

На данной стадии (формирования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности) используется основная часть компонентов информационно-методического обеспечения финансового механизма управления инвестиционным потенциалом организации, а именно методика оценки инвестиционной привлекательности предприятий и методика финансового прогнозирования эффективности вложений капитала. Взаимосвязь и координация между ними обеспечивается с использованием методов финансового прогнозирования посредством применения алгоритма комплексной оценки финансовой целесообразности инвестирования.

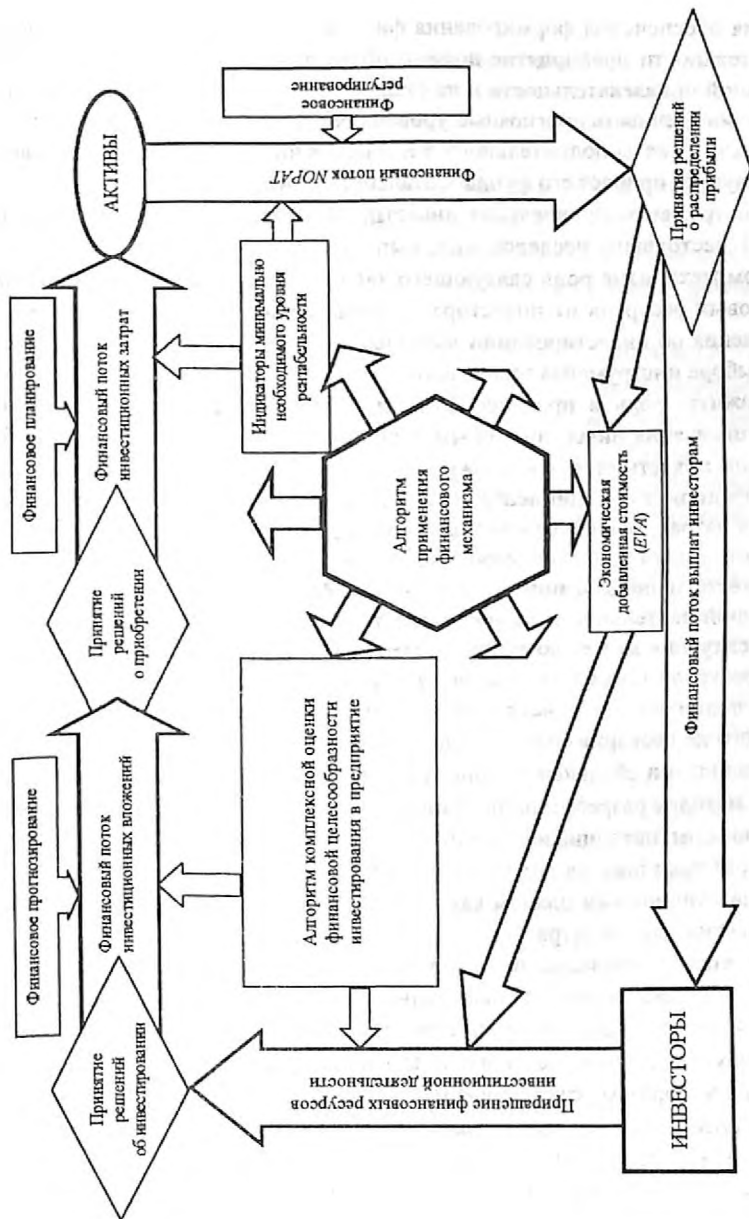


Рисунок 3.2. – Финансовый механизм управления инвестиционным потенциалом организации

Источник: собственная разработка [200].

Для обеспечения формирования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности предприятие должно обладать высокой степенью инвестиционной привлекательности и на стадии принятия решения об инвестировании обеспечивать прогнозный уровень рентабельности капитала с учетом привлечения дополнительного внешнего финансирования, позволяющего получить прирост его фундаментальной стоимости.

Инструменты привлечения инвестиций, охарактеризованные в разделе 1.1 настоящего исследования, выполняют в рассматриваемом финансовом механизме роль связующего звена в опосредовании движения финансовых ресурсов от инвестора к предприятию-реципиенту. Принятие решения об инвестировании неразрывно связано с принятием решения о выборе инструмента инвестирования.

Важную роль в процессе функционирования финансового механизма управления инвестиционным потенциалом играет и стадия преобразования инвестиционных вложений инвестора в инвестиционные затраты предприятия-реципиента. При этом финансовый поток инвестиционных затрат, преобразуемых в активы, должен быть не меньше финансового потока инвестиционных вложений. В противном случае будет иметь место использование долгосрочных финансовых ресурсов инвестиционной деятельности на покрытие текущих нужд предприятия. Подобная ситуация может возникнуть, например, при привлечении финансовых ресурсов посредством дополнительной эмиссии акций путем открытой подписки, когда направления использования финансовых ресурсов строго не оговариваются с инвесторами. Это подчеркивает важность обоснованного и сбалансированного финансового планирования как одного из методов разработанного финансового механизма управления инвестиционным потенциалом предприятия. Так, освоение инвестиционных затрат предприятия должно осуществляться в строгом соответствии с его инвестиционным планом как по стоимости, так и по срокам освоения инвестиционных затрат.

На стадии использования активов решается задача обеспечения такого уровня рентабельности дополнительно инвестируемого в деятельность предприятия капитала, который позволяет получить величину *NOPAT*, достаточную для осуществления всех выплат инвесторам.

Таким образом, формирование инвестиционного потенциала предприятия обеспечивается при превышении финансового потока *NOPAT* над финансовым потоком выплат инвесторам (см. рисунок 3.2), что эквивалентно неравенству  $EVA > 0$  (в том же отчетном периоде). В свою очередь,



в контексте предложенной методики финансового прогнозирования эффективности вложений капитала в предприятие положительное значение показателя  $EVA$  достигается при выполнении следующих неравенств (условие (2.23)):

- $ROIC^* > WACC^*$  (при кратковременном периоде преобразования инвестиционных вложений в финансовые результаты);
- $ROIC_n > WACC_n$  с учетом покрытия при необходимости отрицательных дисконтированных значений показателя  $EVA$  (при долговременном периоде преобразования).

Однако простое превышение  $ROIC^*$  ( $ROIC_n$ ) над  $WACC^*$  ( $WACC_n$ ) не всегда является достаточным условием эффективности вложений капитала. Так, по результатам проведенного исследования можно заключить, что такое превышение отражает одновременно и формирование инвестиционного потенциала предприятия без приращения, и эффективность вложений в него капитала лишь при начальных условиях применения методики  $0 < ROIC < WACC$  (система неравенств (2.23)).

При начальных условиях применения методики  $ROIC > WACC$  очевидно, что положительное значение показателя  $EVA$  и, соответственно, формирование инвестиционного потенциала обеспечивается и без дополнительных инвестиций. Однако эффективность вложений капитала в предприятие, согласно принятой методике ( $K_{ин} > 1$ ), может и не достигаться, что обусловлено необходимостью генерирования им для этого более высокого соотношения  $ROIC^*$  и  $WACC^*$  ( $ROIC_n$  и  $WACC_n$ ) в результате привлечения и использования дополнительных инвестиций над соотношением их исходных значений ( $ROIC$  и  $WACC$ ). Очевидно, что в такой ситуации условие эффективности вложений капитала ( $K_{ин} > 1$ ) и формирования инвестиционного потенциала без приращения ( $EVA > 0$ ) может не совпадать.

Вышесказанное в контексте разработанного финансового механизма управления инвестиционным потенциалом организации и методики финансового прогнозирования эффективности вложений капитала в предприятие на основе показателя  $EVA$  как основополагающей части его методического обеспечения позволяет сформулировать условия эффективной деятельности предприятия для формирования и эффективного использования инвестиционного потенциала:

- (а)  $EVA > 0$ , что отражает превышение  $NOPAT$  над всеми выплатами инвесторам и обеспечивает предприятию формирование инвестиционного потенциала в новом цикле без приращения;

(б)  $K_{ин} > 1$ , что отражает прирост фундаментальной стоимости организации и соответствующий ему рост показателя  $EVA$ , стимулируя тем самым инвесторов к осуществлению дополнительных вложений в деятельность организации, и обеспечивает формирование инвестиционного потенциала в новом цикле с приращением.

Следует отметить, что при соблюдении неравенства  $0 < ROIC < WACC$  на начальных условиях применения методики (при таких условиях показатель  $EVA$  отрицателен) достижение в результате дополнительного привлечения внешних инвестиций положительного значения показателя  $EVA$  эквивалентно  $K_{ин} > 1$ , то есть отражает одновременно и условие (а), и условие (б).

Различие наблюдается при начальных условиях  $ROIC > WACC$ , что обусловлено наличием у таких предприятий некоторого задела в виде положительного значения показателя  $EVA$  без учета дополнительных инвестиций. В такой ситуации положительное значение показателя  $EVA$  с учетом привлечения дополнительных инвестиций за счет названного задела может быть обеспечено и при  $K_{ин} < 1$ .

Для наглядного представления сказанного выше рассмотренные условия формирования инвестиционного потенциала организации сведены в таблицу 3.1.

Таблица 3.1. – Условия формирования инвестиционного потенциала организации в контексте методики прогнозирования эффективности вложений капитала на основе показателя  $EVA$

| Значение коэффициента инвестиционной эффективности        |                   | $K_{ин} < 1$  |  | $K_{ин} > 1$  |
|---|-------------------|---|--|---|
| Значение показателя $EVA$ с учетом привлечения инвестиций |                   | $EVA < 0$   | $EVA > 0$  | $EVA > 0$   |
| Условие расчета $C_0$                                     | $0 < ROIC < WACC$ | Формирование инвестиционного потенциала не обеспечивается | Ситуация невозможна                                    | Формирование потенциала с приращением                 |
|   | $ROIC > WACC$     | Формирование инвестиционного потенциала не обеспечивается | Формирование инвестиционного потенциала без приращения | Формирование инвестиционного потенциала с приращением |

Источник: собственная разработка автора [201].

Однако само достижение обоснованных прежде условий формирования инвестиционного потенциала предприятия не является гарантией обеспечения выплат инвесторам в установленном договорными обязательствами размере и направления необходимой части прибыли на формирование внутренней составляющей инвестиционного потенциала.

Следовательно, на стадии распределения прибыли необходимо обеспечить требуемую величину финансового потока текущих выплат инвесторам и формирование необходимого объема внутренних финансовых ресурсов инвестиционной деятельности.

Таким образом, систематизация элементов финансового механизма управления инвестиционным потенциалом организации и их взаимосвязей позволила выделить условия эффективности финансового управления предметом настоящего исследования:

1) непосредственное финансовое участие инвестора в деятельности потенциального предприятия-реципиента. Формирование инвестиционного потенциала предприятия невозможно без этого, поскольку в таком случае не происходит формирования основы инвестиционного потенциала предприятия – финансовых ресурсов его инвестиционной деятельности;

2) достаточные для инвестора уровень инвестиционной привлекательности организации-реципиента и величина его исходного инвестиционного потенциала (по методике, представленной в разделе 2.1 монографии);

3) прогнозируемое значение  $K_{ин}$   $>$  1 согласно методике финансового прогнозирования эффективности вложений капитала в предприятие на основе показателя экономической добавленной стоимости (раздел 2.2);

4) обеспечение превышения финансового потока инвестиционных затрат предприятия-реципиента над финансовым потоком инвестиционных вложений инвестора с целью недопущения нецелевого использования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности;

5) обеспечение минимально требуемого уровня рентабельности дополнительно привлекаемых инвестиций:

(а) для формирования инвестиционного потенциала без приращения;

(б) для эффективности вложений капитала в предприятие (соответствует формированию инвестиционного потенциала с приращением);

б) обеспечение в процессе распределения прибыли финансового потока текущих выплат инвесторам в установленном размере.

*Первое условие* является основополагающим, так как без непосредственного участия инвестора невозможно приращение финансовых ресурсов инвестиционной деятельности предприятия-реципиента.

Соблюдение *второго и третьего условий* позволяет предприятию-реципиенту сформировать в нужном объеме финансовые ресурсы инвестиционной деятельности.

Соблюдение *четвертого условия* необходимо для обеспечения концентрации финансовых ресурсов на осуществлении инвестиционных затрат.

Выполнение *пятого условия* позволяет:

- в случае (а) организации получить прибыль, достаточную для осуществления всех выплат инвесторам, обеспечивая формирование инвестиционного потенциала предприятия без приращения;

- в случае (б) стимулирует их к дальнейшему инвестированию в деятельность предприятия, отражая формирование его инвестиционного потенциала с приращением.

Поскольку три первых условия эффективности финансового управления инвестиционным потенциалом предприятия нашли свое отражение в предыдущих главах работы, четвертое условие, связанное с организацией и планированием собственно инвестиционной деятельности, выходит за её рамки, а шестое является производным от пятого (должна быть обеспечена величина *NOPAT*, достаточная для покрытия всех выплат инвесторам), проведем более детальное обоснование именно пятого условия и соответствующих ему минимально требуемых уровней рентабельности дополнительно привлекаемых инвестиций.

В совокупности *взаимодействие предложенных элементов финансового механизма позволит:*

- комплексно решить поставленные задачи финансового управления по стадиям формирования и использования инвестиционного потенциала;
- обеспечить достижение его цели – повышение стоимости организации с обеспечением дополнительных финансовых потоков.

При этом главным достижением должна стать возможность организаций реального сектора экономики на основе повышения своей восприимчивости к финансовым инновациям сформировать оптимальную структуру источников финансирования инвестиций.

### 3.2 СИСТЕМА ИНДИКАТОРОВ МИНИМАЛЬНОГО УРОВНЯ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ

С учетом необходимости более детального обоснования условий эффективности финансового управления инвестиционным потенциалом в контексте разработанного финансового механизма на основе методики финансового прогнозирования вложений капитала определим критические значения показателя рентабельности дополнительно инвестируемого капитала. Обеспечивая равенство величин  $C_1$  и  $C_0$  в формуле (2.22), с учетом соблюдения требований системы неравенств (2.23), коэффициент инвестиционной эффективности ( $K_{ин}$ ) принимает значение, равное единице. Это позволит определить минимально требуемый уровень рентабельности для обеспечения эффективности вложений капитала (формирования инвестиционного потенциала предприятия с приращением).

Для удобства представим алгоритм расчета в виде совокупности отдельных взаимосвязанных этапов.

1. *Определение минимально требуемого прироста рентабельности всего инвестированного капитала ( $\Delta ROIC_{min}$ ).*

В расчете данной величины, в первую очередь, необходимо принять во внимание особенности кратко- и долгосрочного периода преобразования инвестиционных вложений в активы, положенные в основу формул (2.14) и (2.15). Вместе с тем, как отмечено в предыдущем разделе 3.1 (см. таблицу 3.1), необходимо также учесть соотношение  $ROIC$  и  $WACC$  в начальных условиях расчета  $C_0$ . Таким образом, определение величины  $\Delta ROIC_{min}$  должно производиться с учетом дифференциации как периода преобразования инвестиционных вложений в активы, так и начальных условий расчета  $C_0$ . Это позволит получить в итоге четыре возможных варианта этих условий для расчета  $\Delta ROIC_{min}$ :

1) кратковременный период и выполнение неравенства

$$ROIC > WACC;$$

2) кратковременный период и выполнение неравенства

$$0 < ROIC < WACC;$$

3) долгосрочный период и выполнение неравенства

$$ROIC > WACC;$$

4) долгосрочный период и выполнение неравенства

$$0 < ROIC < WACC.$$

Рассмотрим вначале расчет для кратковременного периода преобразования инвестиционных вложений в активы предприятия.

В случае когда в начальных условиях расчета  $C_0$  имеет место неравенство  $ROIC > WACC$ , принимая во внимание формулы (2.12) и (2.14), для достижения названной цели получаем следующее равенство:

$$IC \frac{ROIC^*}{WACC^*} + \Delta I \left( \frac{ROIC^*}{WACC^*} - 1 \right) = IC \frac{ROIC}{WACC}. \quad (3.1)$$

Полагая в целях определения искомой величины

$$ROIC^* = ROIC + \Delta ROIC_{\min},$$

где  $\Delta ROIC_{\min}$  – минимально необходимый прирост рентабельности всего инвестированного капитала за счет внешних инвестиций, имеем

$$IC \frac{ROIC + \Delta ROIC_{\min}}{WACC^*} + \Delta I \left( \frac{ROIC + \Delta ROIC_{\min}}{WACC^*} - 1 \right) = IC \frac{ROIC}{WACC}. \quad (3.2)$$

Поскольку  $WACC^*$  предполагается известной величиной и определяется согласно формуле (2.20), существует возможность выразить  $\Delta ROIC_{\min}$  из формулы (3.2).

Так, умножая обе части равенства (3.2) на  $WACC^*$ , получаем

$$\begin{aligned} IC \cdot ROIC + IC \cdot \Delta ROIC_{\min} + \Delta I \cdot ROIC + \Delta I \cdot \Delta ROIC_{\min} - \Delta I \cdot WACC^* = \\ = IC \cdot ROIC \frac{WACC^*}{WACC}. \end{aligned} \quad (3.3)$$

Перенесем в левую часть равенства (3.3) слагаемые, содержащие  $\Delta ROIC_{\min}$ , тогда имеем

$$\begin{aligned} IC \cdot \Delta ROIC_{\min} + \Delta I \cdot \Delta ROIC_{\min} = \\ = IC \cdot ROIC \frac{WACC^*}{WACC} - IC \cdot ROIC - \Delta I \cdot ROIC + \Delta I \cdot WACC^*. \end{aligned} \quad (3.4)$$

Выражение (3.4) представляет собой итоговую формулу расчета минимально необходимого прироста рентабельности инвестированного капитала для случая  $ROIC > WACC$  (в расчете  $C_0$ ):

$$\Delta ROIC_{\min} = \frac{IC \cdot ROIC \left( \frac{WACC^*}{WACC} - 1 \right) + \Delta I (WACC^* - ROIC)}{IC + \Delta I} \quad (3.5)$$

Если же в начальных условиях расчета  $C_0$  соблюдается неравенство  $0 < ROIC < WACC$ , при кратковременном периоде преобразования инвестиционных вложений в активы, исходя из условия (2.23), для определения критического значения  $\Delta ROIC_{\min}$  необходимо выражение (2.13) уравнять с начальной величиной инвестируемого капитала ( $IC$ ):

$$IC \frac{ROIC + \Delta ROIC_{\min}}{WACC^*} + \Delta I \left( \frac{ROIC + \Delta ROIC_{\min}}{WACC^*} - 1 \right) = IC \quad (3.6)$$

Повторяя предыдущие действия с домножением на средневзвешенную стоимость капитала с учетом объема, условий и форм привлечения финансовых ресурсов инвестиционной деятельности  $WACC^*$  по аналогии с выражением (3.3), имеем

$$IC \cdot ROIC + IC \cdot \Delta ROIC_{\min} + \Delta I \cdot ROIC + \Delta I \cdot \Delta ROIC_{\min} - \Delta I \cdot WACC^* = IC \cdot WACC^* \quad (3.7)$$

$$\begin{aligned} IC \cdot \Delta ROIC_{\min} + \Delta I \cdot \Delta ROIC_{\min} &= \\ = IC \cdot WACC^* - IC \cdot ROIC - \Delta I \cdot ROIC + \Delta I \cdot WACC^* \end{aligned} \quad (3.8)$$

$$\Delta ROIC_{\min} (IC + \Delta I) = (IC + \Delta I)(WACC^* - ROIC) \quad (3.9)$$

$$\Delta ROIC_{\min} = WACC^* - ROIC \quad (3.10)$$

В этом случае рассчитанное по формуле (3.10) значение  $\Delta ROIC_{\min}$  дает возможность определить минимальный прирост рентабельности капитала, позволяющий преодолеть рубеж уменьшения фундаментальной стоимости предприятия, когда при начальных условиях расчета  $C_0$  имеет место неравенство  $0 < ROIC < WACC$ .



Далее рассмотрим третий вариант вычисления расчета  $\Delta ROIC_{\min}$  для долговременного периода преобразования инвестиционных вложений в активы предприятия и неравенства  $ROIC > WACC$  в начальных условиях при расчете  $C_0$ . Принимая во внимание формулы (2.12) и (2.15), получаем равенство

$$IC + \sum_{t=1}^n \frac{(ROIC_t - WACC_t)(IC + \Delta I cum_t)}{(1 + WACC_t)^t} + \frac{\left(\frac{ROIC_n}{WACC_n} - 1\right)(IC + \Delta I)}{(1 + WACC_n)^n} = IC \cdot \frac{ROIC}{WACC}. \quad (3.11)$$

Учитывая сложность расчета слагаемого

$$\sum_{t=1}^n \frac{(ROIC_t - WACC_t)(IC + \Delta I cum_t)}{(1 + WACC_t)^t},$$

а также отсутствие типичных ситуаций его определения (в каждом конкретном случае все его компоненты, за исключением  $IC$ , индивидуальны), для избежания загромождения дальнейших расчетов примем обозначение:

$$\sum_{t=1}^n EVA_t = \sum_{t=1}^n \frac{(ROIC_t - WACC_t)(IC + \Delta I cum_t)}{(1 + WACC_t)^t}, \quad (3.12)$$

где  $\sum_{t=1}^n EVA_t$  – сумма дисконтированных величин экономической добавленной стоимости в течение периода преобразования инвестиционных вложений в активы предприятия.

Условимся считать  $\sum_{t=1}^n EVA_t$  известной величиной, определяемой на основе данных о длительности периода преобразования, интенсивности освоения инвестиционных затрат, перспективах изменения  $ROIC_t$  и  $WACC_t$ , опираясь на формулу (2.15).

В соответствии с вышеизложенным исходную формулу (3.11) представим в следующем виде:

$$IC + \frac{\left(\frac{ROIC_n}{WACC_n} - 1\right)(IC + \Delta I)}{(1 + WACC_n)^n} = IC \cdot \frac{ROIC}{WACC} - \sum_{t=1}^n EVA_t. \quad (3.13)$$

Далее, полагая  $ROIC_n = ROIC + \Delta ROIC_{\min}$ , имеем

$$IC + \frac{\left(\frac{ROIC + \Delta ROIC_{\min}}{WACC_n} - 1\right)(IC + \Delta I)}{(1 + WACC_n)^n} = IC \cdot \frac{ROIC}{WACC} - \sum_{t=1}^n EVA_t. \quad (3.14)$$

Умножая обе части равенства последовательно сначала на  $(1 + WACC_n)^n$ , затем на  $WACC_n$  и перенося известные слагаемые в правую часть, имеем

$$\begin{aligned} & (ROIC + \Delta ROIC_{\min})(IC + \Delta I) = \\ & = WACC_n \left[ IC + \Delta I + \left( IC \left( \frac{ROIC}{WACC} - 1 \right) - \sum_{t=1}^n EVA_t \right) \cdot (1 + WACC_n)^n \right]. \end{aligned} \quad (3.15)$$

Получаем итоговое выражение  $\Delta ROIC_{\min}$  для названных условий:

$$\begin{aligned} \Delta ROIC_{\min} &= \frac{WACC_n \left[ IC + \Delta I + \left( IC \left( \frac{ROIC}{WACC} - 1 \right) - \sum_{t=1}^n EVA_t \right) \cdot (1 + WACC_n)^n \right]}{(IC + \Delta I)} - \\ & - ROIC = WACC_n - ROIC + \frac{\left( IC \left( \frac{ROIC}{WACC} - 1 \right) - \sum_{t=1}^n EVA_t \right) \cdot (1 + WACC_n)^n \cdot WACC_n}{(IC + \Delta I)}. \end{aligned} \quad (3.16)$$

Приведем расчет  $\Delta ROIC_{\min}$  для долговременного периода преобразования инвестиционных ресурсов в активы предприятия и неравенства  $0 < ROIC < WACC$  в начальных условиях вычисления  $C_0$ .

Исходя из формулы (2.14) и условия (2.22) для определения критического значения  $\Delta ROIC_{\min}$  необходимо выражение (2.14) урвать с начальной величиной инвестируемого капитала ( $IC$ ). Переносим  $\sum_{t=1}^n EVA_t$  сразу в правую часть и получаем следующее выражение:

$$IC + \frac{\left(\frac{ROIC_n}{WACC_n} - 1\right) \cdot (IC + \Delta I)}{(1 + WACC_n)^n} = IC - \sum_{t=1}^n EVA_t. \quad (3.17)$$

Далее, убирая из обеих частей равенства  $IC$  и полагая, что  $ROIC_n = ROIC + \Delta ROIC_{min}$ , получаем выражение (3.18):

$$(3.18) \quad \frac{\left( \frac{ROIC + \Delta ROIC_{min}}{WACC_n} - 1 \right) \cdot (IC + \Delta I)}{(1 + WACC_n)^n} = - \sum_{t=1}^n EVA_t. \quad (3.18)$$

Преобразуем выражение (3.18), умножив обе части равенства последовательно сначала на  $(1 + WACC_n)^n$ , затем на  $WACC_n$ , и перенесем известные слагаемые в правую часть:

$$(ROIC + \Delta ROIC_{min})(IC + \Delta I) = WACC_n \left[ IC + \Delta I - (1 + WACC_n)^n \cdot \sum_{t=1}^n EVA_t \right]. \quad (3.19)$$

Откуда для названных условий получаем итоговое выражение для  $\Delta ROIC_{min}$ :

$$\begin{aligned} \Delta ROIC_{min} &= \frac{WACC_n \left[ IC + \Delta I - (1 + WACC_n)^n \cdot \sum_{t=1}^n EVA_t \right]}{IC + \Delta I} - ROIC = \\ &= WACC_n - ROIC - \frac{\sum_{t=1}^n EVA_t \cdot (1 + WACC_n)^n \cdot WACC_n}{IC + \Delta I}. \end{aligned} \quad (3.20)$$

Сведем полученные итоговые формулы (3.5), (3.10), (3.16), (3.20) в таблицу 3.2.

Как видно из полученных формул, основными детерминантами в расчете  $\Delta ROIC_{min}$  являются прогнозируемые значения средневзвешенной стоимости капитала  $WACC^*$  (при кратковременном периоде преобразования инвестиционных вложений в активы) и средневзвешенная стоимость капитала в последний год инвестиционного периода  $WACC_n$  (при долговременном периоде преобразования).

При достижении предприятием значения  $\Delta ROIC_{min}$  инвесторам обеспечивается минимально требуемый уровень эффективности его использования, а самому предприятию – формирование инвестиционного потенциала с приращением.

Таблица 3.2. – Правило расчета минимально необходимого прироста рентабельности всего инвестированного капитала ( $\Delta ROIC_{\min}$ )

| Соотношение $ROIC$ и $WACC$ в расчете $C_0$  |   |
|--|---|
| $ROIC > WACC$  | $0 < ROIC < WACC$   |
| Период преобразования в активы   | кратковременный   |
| $\Delta ROIC_{\min} = \frac{IC \cdot ROIC \left( \frac{WACC^*}{WACC} - 1 \right) + \Delta I (WACC^* - ROIC)}{IC + \Delta I}$ | $\Delta ROIC_{\min} = WACC^* - ROIC$  |
| Долговременный   | $\Delta ROIC_{\min} = WACC_n - ROIC - \frac{\sum_{j=1}^n EVA_j \cdot (1 + WACC_n)^j \cdot WACC_n}{IC + \Delta I}$ |

Источник: собственная разработка автора [201]

2. *Определение на основе  $\Delta ROIC_{\min}$  прироста рентабельности дополнительно инвестируемого капитала ( $R_{\Delta\min}$ ), минимально требуемого для обеспечения условий его эффективного использования (формирования инвестиционного потенциала с приращением).*

Полученное значение  $\Delta ROIC_{\min}$  позволяет определить минимально необходимый уровень рентабельности инвестированного капитала  $ROIC^*_{\min}$  (при коротком периоде преобразования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности в активы) и минимально необходимый уровень рентабельности инвестированного капитала по окончании инвестиционного периода  $ROIC_{n\min}$  (при длительном периоде их преобразования).

С учетом того, что в принятой системе обозначений

$$ROIC_{\min} = ROIC + \Delta ROIC_{\min},$$

а также полагая неизменной эффективность ранее инвестированного капитала ( $ROIC$ ), для расчета критического уровня рентабельности дополнительно инвестируемого капитала получим следующее выражение:

$$ROIC + \Delta ROIC_{\min} = \frac{ROIC \cdot IC + R_{\Delta\min} \cdot \Delta I}{IC + \Delta I}, \quad (3.21)$$

где  $R_{\Delta\min}$  – минимально необходимая рентабельность дополнительно привлекаемых инвестиций для обеспечения эффективности вложений капитала.

Домножим обе части выражения (3.21) на  $(IC + \Delta I)$ :

$$\begin{aligned} ROIC \cdot IC + ROIC \cdot \Delta I + \Delta ROIC_{\min} \cdot IC + \Delta ROIC_{\min} \cdot \Delta I = \\ = ROIC \cdot IC + R_{\Delta\min} \cdot \Delta I, \end{aligned} \quad (3.22)$$

$$R_{\Delta\min} \cdot \Delta I = ROIC \cdot \Delta I + \Delta ROIC_{\min} (IC + \Delta I). \quad (3.23)$$

Выражаем из формулы (3.23)  $R_{\Delta\min}$ :

$$R_{\Delta\min} = \frac{ROIC \cdot \Delta I}{\Delta I} + \Delta ROIC_{\min} \frac{IC + \Delta I}{\Delta I}, \quad (3.24)$$

$$R_{\Delta\min} = ROIC + \Delta ROIC_{\min} \left( 1 + \frac{IC}{\Delta I} \right). \quad (3.25)$$

Полученное выражение для определения  $R_{\Delta/\min}$  представляет собой искомую величину критического значения показателя рентабельности дополнительно инвестируемого капитала, при которой коэффициент инвестиционной эффективности ( $K_{ин}$ ) принимает значение, равное единице, с учетом соблюдения требований системы неравенств (2.22), что эквивалентно минимальным условиям формирования инвестиционного потенциала с приращением. При этом  $\Delta ROIC_{\min}$  рассчитывается для каждого варианта начальных условий расчета  $C_0$  и периода преобразования инвестиционных вложений в активы по правилу, представленному в таблице 3.2.

Далее рассмотрим минимальные требования к эффективности деятельности предприятия, необходимые для обеспечения формирования его инвестиционного потенциала без приращения.

**3. Определение прироста рентабельности дополнительно инвестируемого капитала ( $R_{\Delta/ин}$ ), минимально требуемого для обеспечения формирования инвестиционного потенциала предприятия без приращения.**

Возвращаясь к выводам предыдущего раздела (см. таблицу 3.1), при выполнении неравенства  $0 < ROIC < WACC$  в начальных условиях расчета показателя фундаментальной стоимости предприятия  $C_0$  достижение предприятием значения  $R_{\Delta/\min}$  отражает ситуацию, когда привлечение и использование дополнительных инвестиций позволяют повысить его стоимость. Тогда равенства  $ROIC^*$  и  $WACC^*$  (при кратковременном периоде преобразования),  $ROIC_n$  и  $WACC_n$ , с учетом покрытия возможной отрицательной величины  $\sum_{t=1}^n EVA_t$  (при долговременном периоде преобразования), характеризуют минимально необходимую величину  $NOPAT$ , позволяющую обеспечить финансовый поток текущих выплат инвесторам.

Как показано в таблице 3.1, условия формирования инвестиционного потенциала с приращением и без него в такой ситуации совпадают. Значит, прирост рентабельности дополнительно инвестируемого капитала ( $R_{\Delta/ин}$ ), минимально требуемый для обеспечения формирования инвестиционного потенциала предприятия, будет равен  $R_{\Delta/\min}$  и для кратковременного, и для долговременного периода преобразования.

Во втором случае, когда в расчете  $C_0$  выполняется неравенство  $ROIC > WACC$ , положительное значение показателя  $EVA$  обеспечивается уже при начальных условиях, тогда  $R_{\Delta/\min}$  отражает ситуацию, при которой привлечение дополнительных инвестиций происходит без снижения фундаментальной стоимости предприятия. Вместе с тем при таких усло-

виях минимально необходимая величина  $NOPAT$ , позволяющая обеспечить финансовый поток текущих выплат инвесторам, может опускаться и при фактической рентабельности внешних инвестиций ниже, чем  $R_{\Delta\text{мин}}$  ( $R_{\Delta\text{ЛП}} < R_{\Delta\text{мин}}$ ), что объясняется наличием ранее упомянутого задела в виде положительного значения показателя  $EVA$  без учета дополнительных инвестиций.

Однако в этом случае возникает проблема количественного выражения величины  $R_{\Delta\text{ЛП}}$ . Для обоснования такого значения (минимальной нижней границы рентабельности внешних инвестиций, обеспечивающей формирование инвестиционного потенциала предприятия), будем исходить из следующих предпосылок:

а) для кратковременного периода преобразования:

- если  $ROIC < WACC^*$  (рентабельность инвестированного капитала до привлечения внешних инвестиций ниже ожидаемой средневзвешенной стоимости капитала с учетом дополнительных инвестиций), для достижения положительного значения показателя  $EVA$  необходимо увеличить значение рентабельности инвестированного капитала до уровня  $WACC^*$ , т.е. трансформируя формулу (3.25), получим

$$R_{\Delta\text{ЛП}} = ROIC + (WACC^* - ROIC) \left( 1 + \frac{IC}{\Delta I} \right); \quad (3.26)$$

- если  $ROIC > WACC^*$  (рентабельность инвестированного капитала до привлечения внешних инвестиций выше ожидаемой средневзвешенной стоимости капитала с учетом дополнительных инвестиций), критическое значение рентабельности привлекаемых внешних инвестиций может быть и ниже достигнутого предприятием уровня рентабельности инвестированного капитала. Однако осуществление дополнительных инвестиций с рентабельностью ниже сложившейся рентабельности инвестированного капитала не является экономически целесообразным.

При таком соотношении  $ROIC$  и  $WACC^*$  минимальное условие формирования инвестиционного потенциала представляется следующим:

$$R_{\Delta\text{ЛП}} = ROIC + (ROIC - ROIC) \left( 1 + \frac{IC}{\Delta I} \right) = ROIC; \quad (3.27)$$

б) для долговременного периода преобразования.



Как обосновано выше, при соблюдении неравенства  $0 < ROIC < WACC$  в расчете показателя фундаментальной стоимости предприятия  $C_0$

$$R_{\Delta\text{ЛП}} = R_{\Delta\text{min}},$$

для обоснования значений  $R_{\Delta\text{ЛП}}$  при долговременном периоде преобразования может быть принят методологический подход, выраженный формулой (3.26). Учет долговременного периода преобразования осуществляется на основе формулы (3.20). Однако, в отличие от кратковременного периода преобразования, здесь необходимо учитывать не только соотношение  $ROIC$  и  $WACC_n$ , но и знак при  $\sum_{t=1}^n EVA_t$ . Тогда

- если  $ROIC < WACC_n$ , по аналогии с формулой для кратковременного периода преобразования (3.26), для достижения положительного значения  $EVA$  с учетом периода преобразования инвестиционных вложений в активы предприятия, минимальная рентабельность дополнительных инвестиций для обеспечения формирования инвестиционного потенциала без приращения может быть выражена следующей формулой:

$$R_{\Delta\text{ЛП}} = ROIC + \left[ WACC_n - ROIC - \frac{\sum_{t=1}^n EVA_t \cdot (1 + WACC_n)^n \cdot WACC_n}{IC + \Delta I} \right] \left( 1 + \frac{IC}{\Delta I} \right). \quad (3.28)$$

Величина  $\sum_{t=1}^n EVA_t$  в этом случае выступит в качестве либо дополнительного «катализатора» (если она положительна), либо препятствующего фактора (если она отрицательна);

- если  $ROIC > WACC_n$ :

- при отрицательной величине  $\sum_{t=1}^n EVA_t$  формулу (3.27) для кратковременного периода преобразования инвестиционных вложений в активы целесообразно представить в виде

$$R_{\Delta\text{ЛП}} = ROIC - \left[ \frac{\sum_{t=1}^n EVA_t \cdot (1 + WACC_n)^n \cdot WACC_n}{IC + \Delta I} \right] \left( 1 + \frac{IC}{\Delta I} \right); \quad (3.29)$$

– при положительной величине  $\sum_{i=1}^n EVA_i$ , строго руководствуясь формулой (3.29), получим величину  $R_{\Delta ИП} < ROIC$ , что противоречит рассуждениям, положенным в основу создания формулы (3.27). Значит, при положительной величине  $\sum_{i=1}^n EVA_i$  и  $ROIC > WACC_n$  минимально требуемое условие формирования инвестиционного потенциала предприятия будет выглядеть аналогично выражению (3.27):

$$R_{\Delta ИП} = ROIC . \quad (3.30)$$

Сведем полученные расчетные формулы  $R_{\Delta ИП}$  в таблицу 3.3.

В данной таблице представлены все возможные варианты расчета минимальной рентабельности дополнительных инвестиций, обеспечивающей формирование инвестиционного потенциала предприятия без приращения ( $R_{\Delta ИП}$ ) с учетом применения инструментария предложенной методики оценки эффективности вложения капитала в предприятие на основе показателя экономической добавленной стоимости ( $EVA$ ).

В целом полученная система показателей отражает расчет минимально необходимых уровней рентабельности инвестированного капитала для обеспечения формирования инвестиционного потенциала организации. Обоснованные в данном разделе индикаторы представляется целесообразным применять в рамках предложенного финансового механизма управления инвестиционным потенциалом в целях совершенствования его управленческого инструментария.

Так, предложенные индикаторы минимального уровня рентабельности позволяют установить критические точки в пошаговой последовательности принятия управленческих решений по инвестированию финансовых ресурсов в деятельность организации и их последующему эффективному использованию. Таким образом, индикаторы выступают в качестве финансовых инструментов, применяемых для выполнения одной из важнейших задач финансового управления инвестиционным потенциалом – обеспечения заданной рентабельности инвестиций (см. таблицу 1.1), что позволяет сформировать в требуемом объеме финансовый поток чистого дохода на стадии использования активов.

Конкретное применение предложенной системы индикаторов отражено в алгоритме применения финансового механизма управления инвестиционным потенциалом организации.

Таблица 3.3. – Правило расчета минимальной рентабельности дополнительных инвестиций, обеспечивающей формирование инвестиционного потенциала предприятия  $R_{\Delta\text{инп}}$

| Условия расчета $C_0$ и $C_1$  | Формула расчета $R_{\Delta\text{инп}}$   |
|--|--|
| <p>кратковременный период преобразования</p> <p><math>0 &lt; ROIC &lt; WACC</math>,</p> <p><math>0 &lt; ROIC &lt; WACC</math>,</p> <p>долговременный период преобразования</p> | <p>Формула расчета <math>R_{\Delta\text{инп}}</math></p> <p><math>R_{\Delta\text{инп}} = R_{\Delta\text{фин}}</math></p> <p>(формула (3.25) с учетом правила расчета в таблице 3.2)</p>                |
| <p><math>ROIC &gt; WACC</math>,</p> <p>кратковременный период преобразования,</p> <p><math>ROIC &gt; WACC^*</math></p>   | <p><math>R_{\Delta\text{инп}} = ROIC</math></p>  |
| <p><math>ROIC &gt; WACC</math>,</p> <p>кратковременный период преобразования,</p> <p><math>ROIC &gt; WACC^*</math></p>   | <p><math>R_{\Delta\text{инп}} = ROIC + (WACC^* - ROIC) \cdot \left(1 + \frac{IC}{\Delta I}\right)</math></p>   |
| <p><math>ROIC &gt; WACC</math>,</p> <p>долговременный период преобразования,</p> <p><math>ROIC &gt; WACC_n</math>, <math>\sum_{t=1}^n EVA_t &gt; 0</math></p>                  | <p><math>R_{\Delta\text{инп}} = ROIC</math></p>  |
| <p><math>ROIC &gt; WACC</math>,</p> <p>долговременный период преобразования,</p> <p><math>ROIC &gt; WACC_n</math>, <math>\sum_{t=1}^n EVA_t &gt; 0</math></p>                  | <p><math>R_{\Delta\text{инп}} = ROIC - \left[ \frac{\sum_{t=1}^n EVA_t \cdot (1 + WACC_n)^t \cdot WACC_n}{IC + \Delta I} \cdot \left(1 + \frac{IC}{\Delta I}\right) \right]</math></p>                 |
| <p><math>ROIC &gt; WACC</math>,</p> <p>долговременный период преобразования,</p> <p><math>ROIC &lt; WACC_n</math></p>  | <p><math>R_{\Delta\text{инп}} = ROIC + \left[ WACC_n - ROIC - \frac{\sum_{t=1}^n EVA_t \cdot (1 + WACC_n)^t \cdot WACC_n}{IC + \Delta I} \right] \cdot \left(1 + \frac{IC}{\Delta I}\right)</math></p> |

Источник: собственная разработка автора [2011].

### 3.3 АЛГОРИТМ ПРИМЕНЕНИЯ ФИНАНСОВОГО МЕХАНИЗМА УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫМ ПОТЕНЦИАЛОМ ОРГАНИЗАЦИИ

Обоснованные в предыдущем разделе 3.2 критические уровни рентабельности дополнительно привлекаемых инвестиций целесообразно использовать в контексте управленческого инструментария разрабатываемого финансового механизма, прежде всего в качестве базы для сравнения с фактическим значением рентабельности дополнительных инвестиций ( $R_{\Delta\text{факт.}}$ ) на стадии реализации инвестиционного потенциала предприятия.

Так, при соблюдении неравенства  $R_{\Delta\text{факт.}} > R_{\Delta\text{лпн}}$  финансовый поток  $NOPAT$  превышает финансовый поток текущих выплат инвесторам (см. рисунок 3.2), т.е. обеспечивается положительное значение показателя  $EVA$ , что эквивалентно формированию инвестиционного потенциала предприятия.

Для более наглядного представления характеристик эффективности вложений капитала и инвестиционного потенциала предприятия в контексте разрабатываемого финансового механизма управления с учетом таблицы 3.1 систематизируем возможные условия и представим их в таблице 3.4.

При соблюдении неравенства  $R_{\Delta\text{факт.}} > R_{\Delta\text{лпн}}$  помимо достижения положительного значения показателя  $EVA$  обеспечивается и прирост фундаментальной стоимости предприятия согласно предложенной методике финансового прогнозирования эффективности вложений капитала, что эквивалентно формированию инвестиционного потенциала с приращением.

При выполнении неравенства  $0 < ROIC < WACC$  в расчете  $C_0$  условия формирования инвестиционного потенциала по вышеназванным причинам полностью совпадают, что видно из таблицы 3.4.

Для ситуации  $ROIC > WACC$  в расчете  $C_0$  финансовый поток  $NOPAT$  превышает финансовый поток выплат инвесторам уже в начальных условиях. В таком случае предприятие может обеспечить требуемый уровень выплат инвесторам, но отсутствие прироста его фундаментальной стоимости при  $ROIC^* < WACC^*$  ( $ROIC_n < WACC_n$ ) не будет стимулировать их к дальнейшим вложениям в предприятие. Следовательно, приращение финансовых ресурсов инвестиционной деятельности предприятия в таком случае не обеспечивается.

Таблица 3.4. – Условия формирования инвестиционного потенциала и обеспечения эффективности вложения капитала

| Исходные условия расчета $C_0$ | Интервал значений $R_{\Delta \text{фвт.}}$                                  | Критическое значение показателя $EVA$ | Формирование инвестиционного потенциала без приращения | Критическое значение $K_{\text{пб}}$ | Формирование инвестиционного потенциала с приращением |
|--------------------------------|---|---------------------------------------|--|--------------------------------------|---|
| $0 < ROIC < WACC$              | $R_{\Delta \text{фвт.}} < R_{\Delta \text{зпн}}$                            | $EVA < 0$                             | Не осуществляется                                      | $K_{\text{пб}} < 1$                  | Не обеспечивается                                     |
|                                | $R_{\Delta \text{фвт.}} \geq R_{\Delta \text{зпн}}$                         | $EVA \geq 0$                          | Осуществляется   | $K_{\text{пб}} \geq 1$               | Обеспечивается  |
| $ROIC > WACC$                  | $R_{\Delta \text{фвт.}} < R_{\Delta \text{зпн}}$                            | $EVA < 0$                             | Не осуществляется                                      | $K_{\text{пб}} < 1$                  | Не обеспечивается                                     |
|                                | $R_{\Delta \text{зпн}} \leq R_{\Delta \text{фвт.}} < R_{\Delta \text{зпн}}$ | $EVA \geq 0$                          | Осуществляется   | $K_{\text{пб}} < 1$                  | Не обеспечивается                                     |
|                                | $R_{\Delta \text{фвт.}} \geq R_{\Delta \text{зпн}}$                         | $EVA \geq 0$                          | Осуществляется   | $K_{\text{пб}} \geq 1$               | Обеспечивается  |

Источник: собственная разработка автора [201].

С другой стороны, выполнение условия  $R_{\Delta\text{МП}} \leq R_{\Delta\text{факт.}} < R_{\Delta\text{min}}$  играет роль своеобразной «буферной зоны», возникающей благодаря успешной деятельности предприятия в прошлом и находящей отражение в фундаментальной стоимости  $C_0$ . Разность рентабельности дополнительных инвестиций, минимально необходимой для обеспечения условий их эффективного использования, и минимальной рентабельности дополнительных инвестиций, обеспечивающей формирование инвестиционного потенциала,  $(R_{\Delta\text{min}} - R_{\Delta\text{МП}})$  представляет собой своего рода «запас прочности», т.е. диапазон, в котором сохраняется неопределенность в отношении дополнительного привлечения инвестиций, но вместе с тем предприятие в состоянии выполнять все принятые на себя обязательства.

Продемонстрируем расчет полученной системы показателей на двух примерах, исходные значения которых представлены в разделе 2.2 монографии. Так, для примера 1 (кратковременный период преобразования и  $ROIC > WACC$  в начальных условиях расчета  $C_0$ ), принимая все процентные показатели в долях единицы, определим  $\Delta ROIC_{\text{min}}$ :

$$\begin{aligned} \Delta ROIC_{\text{min}} &= \frac{IC \cdot ROIC \left( \frac{WACC^*}{WACC} - 1 \right) + \Delta I (WACC^* - ROIC)}{IC + \Delta I} = \\ &= \frac{50000 \cdot 0,08 \left( \frac{0,075}{0,065} - 1 \right) + 20000 (0,075 - 0,08)}{50000 + 20000} = 0,0074 \text{ (0,74 п.п.)}. \end{aligned}$$

Зная рентабельность инвестированного капитала (8%), вычислим необходимое минимальное значение  $ROIC^*_{\text{min}}$

$$ROIC^*_{\text{min}} = 8 + 0,74 = 8,74\%.$$

При обеспечении такой рентабельности инвестированного капитала фундаментальная стоимость предприятия  $C_1$  не уменьшится в сравнении с  $C_0$ .

Далее по формуле (3.25) определим минимальное значение рентабельности дополнительных внешних инвестиций

$$R_{\Delta\text{min}} = ROIC + \Delta ROIC_{\text{min}} \left( 1 + \frac{IC}{\Delta I} \right) = 8 + 0,74 \left( 1 + \frac{50000}{20000} \right) = 10,59\%.$$

Полученное значение  $R_{\Delta\text{min}}$  отражает минимальную рентабельность внешних инвестиций для обеспечения эффективности вложений капитала,

что эквивалентно формированию инвестиционного потенциала предприятия без приращения.

Поскольку в нашем примере  $ROIC > WACC^*$ , минимальная рентабельность для осуществления формирования инвестиционного потенциала без приращения в соответствии с формулой (3.27) составит  $R_{\Delta min} = ROIC = 8\%$ .

Таким образом, если в процессе осуществления дополнительных внешних инвестиций в сумме 20 000 ден. ед. при заданных в таблице 2.5 условиях фактический уровень их рентабельности:

- $R_{\Delta факт.} < 8\%$ , то формирование инвестиционного потенциала не совершается, а минимально требуемая эффективность вложений капитала не обеспечивается;

- $8\% \leq R_{\Delta факт.} < 10,59\%$ , то осуществляется формирование инвестиционного потенциала без приращения, минимально требуемая эффективность вложений капитала (и, соответственно, приращение инвестиционного потенциала) не обеспечивается;

- $R_{\Delta факт.} \geq 10,59\%$ , то минимально требуемая эффективность вложений капитала и формирование инвестиционного потенциала предприятия с приращением обеспечиваются.

Для примера 2 определим  $\Delta ROIC_{min}$  (долговременный период преобразования;  $0 < ROIC < WACC$  в начальных условиях расчета  $C_0$ ):

$$\begin{aligned} \Delta ROIC_{min} &= WACC_n - ROIC - \frac{\sum_{t=1}^n EVA_t \cdot (1+WACC_n)^n \cdot WACC_n}{IC + \Delta I} = \\ &= 0,075 - 0,05 - \frac{-5000(1+0,075)^2 \cdot 0,075}{50000 + 20000} = 0,0312 \text{ (3,12 п. п.)} \end{aligned}$$

Зная рентабельность инвестированного капитала (5%), вычислим необходимое минимальное значение рентабельности инвестированного капитала по окончании инвестиционного периода  $ROIC_{n min}$ :

$$ROIC_{n min} = 5 + 3,12 = 8,12\%.$$

Для этого минимальное значение рентабельности дополнительных инвестиций  $R_{\Delta min}$  должно быть следующим:

$$R_{\Delta min} = ROIC + \Delta ROIC_{min} \left(1 + \frac{IC}{\Delta I}\right) = 5 + 3,12 \left(1 + \frac{50000}{20000}\right) = 15,92\%.$$



Таким образом, если в процессе осуществления дополнительных инвестиций в сумме 20 000 ден. ед. при условиях, заданных в таблице 2.6, фактический уровень их рентабельности:

- $15,92\% < R_{\Delta\text{факт.}}$ , то формирование инвестиционного потенциала не осуществляется, минимально требуемая эффективность вложений капитала не обеспечивается;

- $R_{\Delta\text{факт.}} \geq 15,92\%$ , то минимально требуемая эффективность вложений капитала обеспечивается, осуществляется формирование инвестиционного потенциала предприятия.

Рассмотрим возможности применения величин  $R_{\Delta\text{ЛИП}}$  и  $R_{\Delta\text{Мин}}$  на различных стадиях финансового управления формированием и использованием инвестиционным потенциалом организации.

1. На стадии формирования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности  $R_{\Delta\text{ЛИП}}$  и  $R_{\Delta\text{Мин}}$  могут использоваться для оценки риска путем сравнения их с величиной расчетной рентабельности дополнительно привлекаемых инвестиций, положенной в расчет  $C_1 (R_{\Delta\text{расч.}})$ .

Величина  $R_{\Delta\text{расч.}}$  определяется аналогично формуле (3.25), также как  $R_{\Delta\text{Мин}}$ :

$$R_{\Delta\text{Мин}} = ROIC + \Delta ROIC_{\text{расч.}} \left( 1 + \frac{IC}{\Delta I} \right), \quad (3.31)$$

где  $\Delta ROIC_{\text{расч.}}$  – приращение рентабельности инвестированного капитала, принимаемое при расчете  $C_1$  (п. п.).

Коэффициент риска ( $K_p$ ) [202] представляется целесообразным определять для  $R_{\Delta\text{ЛИП}}$  по формуле:

$$K_p = \frac{R_{\Delta\text{ЛИП}}}{R_{\Delta\text{расч.}}} \cdot 100\%. \quad (3.32)$$

Для определения приемлемых границ коэффициента риска воспользуемся аналогией с критическими значениями показателя «уровень безубыточности» и обратного ему показателя «кромка безопасности в процентах».

Так, Е. Г. Непомнящий считает минимальным уровень безубыточности не более 0,6–0,7 [203].

Правила по разработке бизнес-планов инвестиционных проектов указывают на величину не более 0,6 [160].

В отношении показателя «кромка безопасности в процентах» А. Мицкевич [204] и Н. Я. Синицкая [205, с. 203] приводят значение не менее 30%.

Резюмируя вышесказанное, представляется целесообразным критическую границу коэффициента риска установить на уровне не более 70% [202].

Так, для примера 1 при расчетной рентабельности инвестированного капитала  $ROIC^* = 9\%$  (см. таблицу 2.5), значит

$$\Delta ROIC_{\text{расч.}} = ROIC^* - ROIC = 9 - 8 = 1 \text{ п. п.},$$

$$R_{\Delta \text{расч.}} = 8 + 1 \left( 1 + \frac{50000}{20000} \right) = 11,5\%,$$

$$K_p = \frac{R_{\Delta \text{ЛП}}}{R_{\Delta \text{расч.}}} \cdot 100\% = \frac{8}{11,5} \cdot 100\% = 69,6\%.$$

В данном случае  $K_p < 70\%$ , уровень риска приемлемый и нет необходимости дополнительного согласования с инвестором формы финансового участия в деятельности предприятия и уровня стоимости дополнительно привлекаемого капитала  $CC_M$ .

Для примера 2 при расчетной рентабельности инвестированного капитала  $ROIC_n = 9\%$  (см. таблицу 2.6), значит

$$\Delta ROIC_{\text{расч.}} = ROIC^* - ROIC = 9 - 5 = 4 \text{ п. п.},$$

$$R_{\Delta \text{min}} = 5 + 4 \left( 1 + \frac{50000}{20000} \right) = 19\%,$$

$$K_p = \frac{R_{\Delta \text{ЛП}}}{R_{\Delta \text{расч.}}} \cdot 100\% = \frac{15,92}{19} \cdot 100\% = 83,8\%.$$

В данном случае  $K_p > 70\%$ , уровень риска высокий и существует необходимость дополнительного согласования с инвестором формы финансового участия в деятельности предприятия и уровня стоимости дополнительно привлекаемого капитала  $CC_M$ .

2. На стадии преобразования инвестиционных вложений в активы необходим расчет  $R_{\Delta \text{тип}}$  и  $R_{\Delta \text{min}}$ , скорректированных с учетом фактических величин: объема инвестиционных затрат, стоимости дополнительного привлеченного капитала, продолжительности периода преобразования.

Расчет проводится на момент завершения стадии преобразования инвестиционных вложений в активы, когда точно известны величины  $WACC^*$  (при кратковременном периоде преобразования),  $WACC_n$  и  $\sum_{i=1}^n EVA_i$  (при долговременном периоде преобразования).

Отклонения от расчетных значений параметров для кратковременного периода преобразования, как правило, минимальны (задержки финансирования, рост стоимости финансирования, рост цены актива и связанное с ним привлечение дополнительного финансирования).

Для долговременного периода преобразования отклонения от предварительного расчета на стадии применения алгоритма более значительны. Кроме перечисленных причин отклонения параметров для кратковременного периода, в долговременном периоде существенную роль могут сыграть следующие факторы:

- увеличение длительности периода преобразования  $n$ ;
- изменение величины  $\sum_{i=1}^n EVA_i$  под влиянием вышеперечисленных причин.

Так, для примера 2 примем, что дополнительные инвестиции в итоге составили 25 000 ден. ед. вместо запланированных 20 000 ден. ед., срок преобразования инвестиционных вложений в активы увеличился до 3 лет, а размер отрицательных дисконтированных величин  $EVA$  в период освоения инвестиций – до 8000 ден. ед. Тогда

$$WACC_n = \frac{6,5 \cdot 50000 + 10 \cdot 25000}{50000 + 25000} = 7,67\%,$$

$$\Delta ROIC_{\text{min}} = 0,0767 - 0,05 - \frac{-8000(1 + 0,0767)^2 \cdot 0,0767}{50000 + 25000} = 0,0369 \text{ (3,69 п. п.)}.$$

Зная рентабельность инвестированного капитала (5%) из таблицы 2.6, вычислим необходимое минимальное значение рентабельности инвестированного капитала по окончании инвестиционного периода  $ROIC_{n \text{ min}}$ :

$$ROIC_{n \text{ min}} = 5 + 3,69 = 8,69\%.$$

Для достижения  $ROIC_{\min}$  минимальное значение рентабельности дополнительных инвестиций  $R_{\Delta\min}$  должно быть следующим:

$$R_{\Delta\min} = ROIC + \Delta ROIC_{\min} \left( 1 + \frac{IC}{\Delta I} \right) = 5 + 3,69 \left( 1 + \frac{50000}{25000} \right) = 16,1\%.$$

Исходя из вышесказанного приходим к мнению о необходимости расчета по итогам стадии преобразования инвестиционных вложений активов скорректированных величин  $R_{\Delta\text{ЛП}}$  и  $R_{\Delta\min}$ .

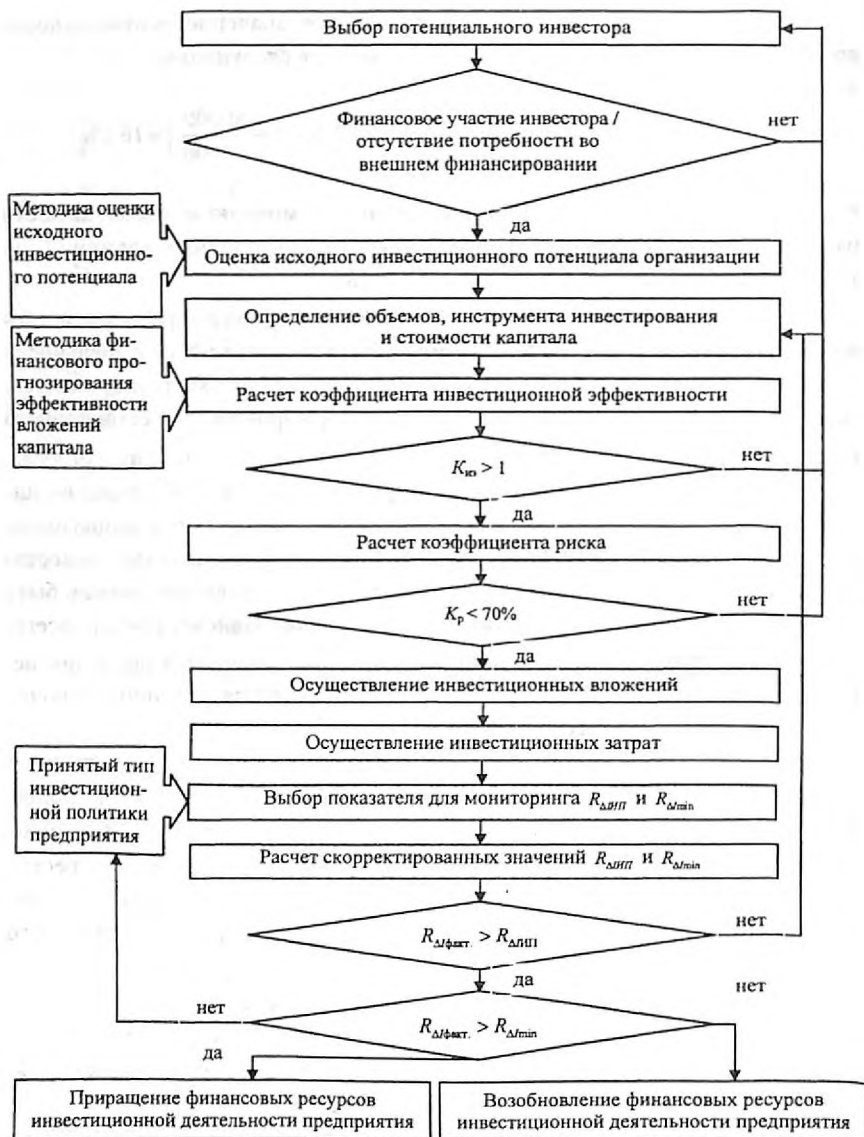
3. На стадии использования активов целесообразны расчет и постоянный мониторинг обеспечения минимальных значений рентабельности дополнительного инвестируемого капитала (на основе скорректированных величин  $R_{\Delta\text{ЛП}}$  и  $R_{\Delta\min}$ ) с целью обеспечения формирования инвестиционного потенциала и приращения привлекаемых финансовых ресурсов инвесторов.

Ключевыми показателями мониторинга с учетом ориентации на индикативные показатели деятельности предприятия являются вышеупомянутые фактические показатели рентабельности дополнительно инвестируемого капитала. При этом в качестве базы для сравнения может быть принят как показатель  $R_{\Delta\text{ЛП}}$ , так и  $R_{\Delta\min}$ . Выбор зависит, прежде всего, от типа инвестиционной политики, которой придерживается предприятие. К наиболее распространенным относятся два типа инвестиционной политики: агрессивная и консервативная [206].

Для агрессивной инвестиционной политики характерно постоянное увеличение инвестиционных затрат, что требует привлечения дополнительных внешних инвестиций и, соответственно, обеспечения формирования инвестиционного потенциала с приращением финансовых ресурсов. В этом случае в качестве целевого показателя мониторинга принимается  $R_{\Delta\min}$  (фактическая рентабельность не должна быть ниже этого значения).

Для консервативной инвестиционной политики приоритетным является сохранение капитала и, следовательно, обеспечение формирования инвестиционного потенциала без приращения. В этом случае в качестве целевого показателя мониторинга принимается  $R_{\Delta\text{ЛП}}$ .

Представим разработанный алгоритм применения финансового механизма в виде рисунка 3.3.



**Рисунок 3.3. – Алгоритм применения финансового механизма управления инвестиционным потенциалом организации**

*Источник:* собственная разработка автора [200].

В отличие от алгоритма комплексной оценки финансовой целесообразности инвестирования в предприятие (раздел 2.3), здесь представлена не только стадия формирования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности, но и другие стадии формирования и использования инвестиционного потенциала. Кроме того, в упомянутом алгоритме процесс принятия решения об инвестировании рассматривается и с позиции инвестора, управленческий инструментарий включает в себя совокупность индикаторов и вариантов принятия решений для самой организации.

Так, если инвестор не готов осуществить непосредственное финансовое участие в деятельности предприятия-реципиента посредством одной из форм, представленных в разделе 1.2, необходимо продолжить поиск других инвесторов. Оценка инвестиционной привлекательности предприятия, как и в алгоритме комплексной оценки финансовой целесообразности инвестирования, проводится с позиции инвестора. При его положительном выборе осуществляется расчет коэффициента инвестиционной эффективности на основе предложенной методики финансового прогнозирования эффективности вложений капитала.

Данная методика является ключевой для последующих индикаторов и этапов управленческого инструментария. Если коэффициент инвестиционной эффективности ниже единицы, это означает, что совокупные затраты на капитал с учетом дополнительного инвестирования слишком высоки либо рентабельность всего инвестированного капитала слишком низкая.

В любом случае сначала необходимо провести дополнительные переговоры с инвестором об изменении формы непосредственного участия или снижении стоимости финансирования. Если эта мера не дает желаемого эффекта, необходимо снова вернуться к поиску инвесторов.

При  $K_{ин} > 1$  проводится оценка степени риска на основе предложенного показателя (3.32). Если коэффициент риска находится в приемлемых пределах, осуществляется переход к инструментальному этапу, который завершает стадию формирования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности.

Затем по итогам завершения стадии преобразования инвестиционных вложений в активы на основе принятого типа инвестиционной политики выбирается база для сравнения фактической рентабельности дополнительно инвестируемого капитала и рассчитываются соответствующие скорректированные значения  $R_{\Delta\text{лп}}$  и  $R_{\Delta\text{мин}}$ . При этом если предприятие-реципиент придерживается консервативного типа инвестиционной политики, представляется целесообразным сравнить  $R_{\Delta\text{факт}}$  не только с  $R_{\Delta\text{лп}}$ , но и с  $R_{\Delta\text{мин}}$ .

Такое сравнение информирует руководство предприятия о наличии возможности активизировать свою инвестиционную деятельность за счет приращения ее финансовых ресурсов (при консервативной инвестиционной политике и условии  $R_{\Delta\text{факт.}} > R_{\Delta\text{мин}}$ ). Равно как и при агрессивной инвестиционной политике, выполнение условия  $R_{\Delta\text{лп}} < R_{\Delta\text{факт.}} < R_{\Delta\text{мин}}$  может сигнализировать о необходимости временно снизить инвестиционную активность и ограничиться формированием инвестиционного потенциала без приращения.

Таким образом, предложенный алгоритм применения финансового механизма позволяет осуществить постоянное согласование его элементов и на основе всесторонней оценки инвестиционной привлекательности организации, финансового прогнозирования ее ожидаемой фундаментальной стоимости (учитывая влияние дополнительно привлекаемых финансовых ресурсов инвестиционной деятельности), расчета и мониторинга индикаторов минимального уровня рентабельности инвестиций эффективно воздействовать имеющийся инвестиционный потенциал и своевременно корректировать инвестиционную политику организации.

Разработанный финансовый механизм как совокупность финансовых методов, инструментов и рычагов формирования и использования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности организации, соответствующего методического обеспечения и управленческого инструментария позволяет осуществлять комплексное решение всех задач финансового управления инвестиционным потенциалом организации, обеспечив тем самым эффективность процесса на всех стадиях его формирования и использования [200].

Таким образом, аргументированно доказано, что финансовое управление инвестиционным потенциалом организации представляет собой совокупность системы финансовых потоков, обеспечивающих его формирование и использование, и финансового механизма как практического руководства для принятия обоснованных решений по управлению инвестиционным потенциалом.

Применение предложенного финансового механизма позволит повысить эффективность имеющегося инвестиционного потенциала организации, оптимизировать структуру капитала, своевременно регулировать уровень инвестиционной активности и корректировать инвестиционную политику организации.



## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В результате проведенного исследования разработаны теоретико-методические основы финансового управления инвестиционным потенциалом организации и практические рекомендации по применению финансового механизма его управления, что позволило сформулировать следующие выводы и предложения.

1. Основываясь на особом понимании инвестиционного потенциала организации для целей финансового управления как максимально возможного объема финансовых ресурсов инвестиционной деятельности, обеспечивающего повышение ее стоимости на основе генерирования дополнительных финансовых потоков, *выделены стадии формирования и использования инвестиционного потенциала*: формирование финансовых ресурсов инвестиционной деятельности, преобразование инвестиционных вложений в активы, использование активов, распределение прибыли.

Эти стадии в рамках поведенного исследования были применены в качестве нового классификационного признака, на основе чего предложена классификация факторов формирования и использования инвестиционного потенциала организации, определяющих результативность каждой из предложенных стадий. В частности, обосновано выделение трех групп факторов: факторы, определяющие способность формирования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности; факторы преобразования инвестиционных вложений организации в ее финансовые результаты; факторы, обеспечивающие возврат инвестиций. Систематизация факторов позволила определить требования к методическому инструментарию финансового управления инвестиционным потенциалом на каждой стадии формирования и использования инвестиционного потенциала организации.

Представление финансового управления инвестиционным потенциалом в виде постадийного взаимосвязанного процесса послужило основой для разработки системы финансовых потоков организации, в которой эти потоки выступают в виде упорядоченных взаимосвязанных элементов, взаимодействующих для достижения единой управленческой цели – повышения стоимости организации с обеспечением дополнительных финансовых потоков посредством применения специального финансового механизма управления инвестиционным потенциалом. Для эффективного достижения этой цели определены функции и требования к результатам фи-

нансового управления на каждой стадии формирования и использования инвестиционного потенциала организации и разработан алгоритм системы финансовых потоков, отражающий взаимосвязь финансовых потоков и методического инструментария финансового управления в соответствии с определенной стадией.

2. *Разработан методический инструментарий финансового управления формированием инвестиционного потенциала организации*, включающий методики оценки исходного инвестиционного потенциала и финансового прогнозирования эффективности вложения капитала, а также алгоритм комплексной оценки финансовой целесообразности инвестирования.

2.1. *Методика оценки исходного инвестиционного потенциала организации*, позволяющая определить максимальный объем финансовых ресурсов ее инвестиционной деятельности на основе:

- определения интегрального показателя инвестиционной привлекательности с учетом обоснованных границ нормализации частных показателей. При этом к числу частных показателей, наряду с используемыми в практике финансово-экономического анализа, добавлены показатели инвестиционной активности, применение которых позволяет проводить более корректную сравнительную оценку организаций как объектов инвестирования. В качестве одного из частных показателей инвестиционной активности предложено использовать коэффициент ввода машин, оборудования, транспортных средств, что в итоге дает возможность отдавать предпочтение организациям с более оптимальной технологической структурой инвестиций (осуществляющим более интенсивное обновление активной части основных средств). Аналогично, коэффициент самофинансирования инвестиций (доля чистой прибыли и амортизационных отчислений в общей сумме инвестиций в основной капитал) предопределяет выбор организаций, использующих в инвестиционной деятельности преимущественно внутренние финансовые ресурсы;

- расчета величины исходного инвестиционного потенциала организации как произведения фактически сложившейся величины финансовых ресурсов инвестиционной деятельности на значение модифицированного коэффициента Тобина, предполагающего применение в расчете вместо рыночной стоимости организации ее фундаментальной стоимости. Применение в расчете модифицированного коэффициента Тобина фундаментальной стоимости обосновано невозможностью получения объективной

оценки рыночной стоимости для большинства отечественных организаций. Учитывая необходимость получения стоимостной оценки в наибольшей степени близкой к рыночной стоимости, алгоритм расчета фундаментальной стоимости построен на применении показателя «экономическая добавленная стоимость». Искомую величину исходного инвестиционного потенциала организации предложено определять как произведение общего объема денежных средств, направленных на осуществление инвестиционной деятельности в отчетном периоде, на значение модифицированного коэффициента Тобина.

Разработанная методика позволяет потенциальным инвесторам, используя предложенные уровни частных показателей, проводить более корректную сравнительную оценку организаций как объектов инвестирования и при выборе отдавать предпочтение организациям, имеющим более высокий инвестиционный потенциал; инвесторам и потенциальным получателям (реципиентам) инвестиций расширить возможности формирования достоверного информационного базиса о фактически использованных финансовых ресурсах в инвестиционной деятельности, максимально возможном объеме таких ресурсов и степени инвестиционной активности организаций-реципиентов, в том числе для целей ранжирования их по степени привлекательности и инвестиционных возможностей.

Расчет интегрального показателя инвестиционной привлекательности апробирован на основе фактических данных 10 ведущих предприятий промышленности строительных материалов Республики Беларусь. Апробация показала действенность методики и возможность ранжирования организаций на основе полученных количественных значений интегрального показателя по уровням инвестиционной привлекательности.

*2.2. Методика финансового прогнозирования эффективности вложений капитала*, предоставляющая инвестору возможность прогнозировать будущую фундаментальную стоимость организации на основе оценки дополнительного финансового потока инвестиционных вложений с учетом изменения средневзвешенной стоимости капитала, результативности и продолжительности преобразования инвестиционных затрат в финансовые результаты деятельности организации.

Применение методики позволяет:

- определить степень влияния дополнительно привлекаемых финансовых ресурсов инвестиционной деятельности на средневзвешенную стоимость капитала и показатель экономической добавленной стоимости;

- учесть в расчете фундаментальной стоимости организации особенности кратко- и долгосрочных периодов преобразования инвестиционных вложений в активы;

- сформировать систему индикаторов, определяющих критический уровень рентабельности дополнительных вложений капитала (рентабельность дополнительно инвестируемого капитала, минимально необходимая для обеспечения условий его эффективного использования и формирования инвестиционного потенциала с приращением финансовых ресурсов инвестиционной деятельности; рентабельность дополнительно инвестируемого капитала, минимально необходимая для обеспечения формирования инвестиционного потенциала организации без приращения финансовых ресурсов);

- выявить степень влияния дополнительно привлекаемых финансовых ресурсов на величину фундаментальной стоимости организации и повысить на этой основе объективность принимаемых управленческих решений по финансированию конкретных объектов инвестиций.

Являясь логическим продолжением методики исходного инвестиционного потенциала, методика финансового прогнозирования эффективности вложений капитала интегрирована в алгоритм комплексной оценки финансовой целесообразности инвестирования.

2.3. *Рекомендованный алгоритм оценки финансовой целесообразности инвестирования* позволяет обеспечить комплексное решение задачи финансового управления инвестиционным потенциалом на стадии формирования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности, способствуя тем самым формированию требуемого финансового потока инвестиционных вложений.

Каждая из вышеперечисленных методик, формирующих ключевые точки принятия финансовых решений в алгоритме, имеет свое обоснованное предназначение:

- методика оценки исходного инвестиционного потенциала организаций позволяет из рассматриваемого множества выбрать потенциально более привлекательные для инвестирования и объективно оценить их инвестиционные возможности (для инвестора), а также объективно позиционировать организацию на инвестиционном рынке с учетом ее инвестиционных возможностей;

- методика финансового прогнозирования эффективности вложений капитала призвана показать инвестору и самой организации финансовую

целесообразность (или ее отсутствие) использования финансовых ресурсов именно в ее инвестиционной деятельности.

Помимо авторских методик, в рамках алгоритма рекомендовано использовать наиболее распространенные методические подходы к оценке страновой и отраслевой инвестиционной привлекательности, а также рейтинги странового риска известных международных агентств и организаций.

3. *Предложен финансовый механизм управления инвестиционным потенциалом организации*, представляющий собой комплексный инструмент управленческого воздействия на своевременность и полноту формирования финансовых потоков по стадиям формирования и использования инвестиционного потенциала.

Финансовый механизм представлен совокупностью элементов: финансовые методы, инструменты и рычаги формирования и использования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности организации, методическое обеспечение, управленческий инструментарий, которые в совокупности обеспечивают эффективное использование инвестиционного потенциала организации. Обоснование взаимосвязей между элементами предложенного финансового механизма позволило разработать *практические рекомендации* по его применению, определяющие последовательность управленческих действий и принимаемых решений:

- расчет индикаторов в соответствии со стадиями финансового управления формированием и использованием инвестиционного потенциала организации: на стадии формирования финансовых ресурсов инвестиционной деятельности – проведение оценки риска и определение расчетной рентабельности дополнительно инвестируемого капитала; на стадии преобразования инвестиционных вложений в активы – расчет индикаторов, скорректированных с учетом фактически привлеченных объемов финансовых ресурсов инвестиционной деятельности, сроков возврата и уровня расходов на их обслуживание;

- проведение на стадии использования активов постоянного мониторинга обеспечения минимальных значений рентабельности дополнительного инвестируемого капитала с целью обеспечения последующего формирования инвестиционного потенциала и приращения привлекаемых финансовых ресурсов инвесторов;

- принятие обоснованных управленческих решений с учетом типа выбранной инвестиционной политики по возможности активизировать свою инвестиционную деятельность за счет приращения финансовых ре-

сурсов или необходимости временного снижения (возобновления) инвестиционной активности.

Предложенные индикаторы минимального уровня рентабельности позволяют установить критические точки в пошаговой последовательности принятия управленческих решений по инвестированию финансовых ресурсов и их последующему эффективному использованию. Индикаторы выступают в качестве инструментов, применяемых для выполнения одной из важнейших задач финансового управления инвестиционным потенциалом – обеспечения заданной рентабельности инвестиций, что позволяет сформировать в необходимом объеме финансовый поток чистого дохода на стадии использования активов.

Таким образом, применение разработанного финансового механизма позволяет сформировать пошаговое руководство для принятия управленческих решений по эффективному использованию имеющегося инвестиционного потенциала организации, регулирования уровня ее инвестиционной активности и своевременной корректировки инвестиционной политики. Главным результатом исследования выступает возможность организаций реального сектора экономики на основе повышения своей восприимчивости к финансовым инновациям сформировать оптимальную структуру источников финансирования инвестиционной деятельности.

## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Райзберг, Б. А. Современный экономический словарь / Б. А. Райзберг, Л. Ш. Лозовский, Е. Б. Стародубцева. – М. : ИНФРА-М, 2003. – 480 с.
2. Финансы. Оксфордский толковый словарь. Англо-русский / Б. Батлер [и др.] ; под общ. ред. И. М. Осадчей. – М. : ИНФРА-М, 1998. – 493 с.
3. Асаул, А. Н. Экономика недвижимости / А. Н. Асаул, А. В. Карасев. – СПб. : Питер, 2010. – 624 с.
4. Международные стандарты оценки : в 10 кн. / Г. И. Микерин [и др.]. – М. : Тип. «НОВОСТИ». – 2000. – Кн. 2. – 360 с.
5. Инновационная деятельность : толковый словарь / отв. ред. В. И. Суслов. – 2-е изд., доп. – Новосибирск, 2008. – 224 с.
6. Ожегов, С. И. Толковый словарь русского языка / С. И. Ожегов, Н. Ю. Шведова. – М. : АЗЪ, 1994. – 928 с.
7. Энциклопедия предпринимателя / сост.: С. М. Синельников [и др.]. – СПб. : ТОО «ОЛБИС» ; АО «САТИСЪ», 1994. – 592 с.
8. Сакс, Дж. Д. Макроэкономика. Глобальный подход : пер. с англ. / Дж. Д. Сакс, Ф. Б. Ларрен. – М. : Дело, 1996. – 847 с.
9. Грэхем, Б. Разумный инвестор : пер. с англ. / Б. Грэхем, Дж. Цвейг. – М. : Вильямс, 2009. – 672 с.
10. Бланк, И. А. Инвестиционный менеджмент / И. А. Бланк. – Киев : МП «Итем» ЛТД, 1995. – 448 с.
11. Гитман, Л. Дж. Основы инвестирования / Л. Дж. Гитман, М. Д. Джонк. – М. : Дело, 1997. – 1008 с.
12. Массе, П. Критерии и методы оптимального определения капиталовложений / П. Массе – М. : Статистика, 1971. – 504 с.
13. Долан, Э. Дж. Рынок: микроэкономическая модель / Э. Дж. Долан, Д. Линдей. – СПб. : Питер, 1992. – 895 с.
14. Макконел, К. Р. Экономикс / К. Р. Макконел, С. Л. Брю. – М. : Маркетинг, 1992. – 549 с.
15. Об инвестициях [Электронный ресурс] : Закон Респ. Беларусь от 12 июля 2013 г., № 53-З // Национальный правовой Интернет-портал Республики Беларусь. – Режим доступа: <http://www.pravo.by/main.aspx?&p2={NRPA}>. – Дата доступа: 01.12.2015.
16. Кейнс, Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. М. Кейнс. – М. : Гелиос АРВ, 1999. – 352 с.



17. Антипова, О. М. К вопросу о понятии термина «инвестиции»: семасиологический и экономический аспект / О. М. Антипова // Юрид. мир. – 2005. – № 9. – С. 65–69.
18. Золотогоров, В. Г. Экономика : энцикл. слов. / В. Г. Золотогоров. – 2-е изд., стереотип. – Минск : Книжный дом, 2004. – 720 с.
19. Кенз, Ф. Избранные экономические произведения / Ф. Кенз. – М. : Соцэкгиз, 1960. – 560 с.
20. Самуэльсон, П. А. Экономика / П. А. Самуэльсон, В. Д. Нордхаус. – М. : БИНОМ, 1997. – 447 с.
21. Доунс, Дж. Финансово-инвестиционный словарь / Дж. Доунс, Дж. Э. Гудман. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 586 с.
22. Боди, З. Принципы инвестиций / З. Боди, А. Кейн, А. Маркус. – М. : Вильямс, 2008. – 984 с.
23. Фридман, Дж. Анализ и оценка приносящей доход недвижимости : пер. с англ. / Дж. Фридман, Н. Ордуэй. – М. : Дело ЛТД, 1995. – 480 с.
24. Макмиллан, М. Словарь современной экономической теории / М. Макмиллан. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 932 с.
25. Чистов, Л. М. Ресурсная пропорциональность – основа эффективного управления / Л. М. Чистов, С. А. Ильин. – СПб. : ФРА, 1998. – 107 с.
26. Крутик, А. Б. Инвестиции и экономический рост предпринимательства / А. Б. Крутик, Е. Г. Никольская. – СПб. : Лань, 2000. – 544 с.
27. Королев, В. А. Совершенствование инвестиционной деятельности предприятий регионального АПК : автореф. дис. ... д-ра экон. наук : 08.00.05 / В. А. Королев. – зерноград, 2004. – 44 с.
28. Большая советская энциклопедия / под ред. Б. А. Введенского. – М., 1976.
29. Шешукова, Т. Г. Экономический потенциал предприятия: сущность, компоненты, структура / Т. Г. Шешукова, Е. В. Колесень // Вестн. Перм. ун-та. Сер. «Экономика». – 2011. – Вып. 4 (11). – С. 118–127.
30. Жариков, В. Д. Механизм планирования и оценки экономического потенциала промышленного предприятия / В. Д. Жариков, С. Ю. Воеводкин // Вестн. ун-та им. В. И. Вернадского. – 2012. – № 4 (42). – С. 193–199.
31. Тимофеева, Ю. В. Развитие анализа экономического потенциала коммерческой организации : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.12 / Ю. В. Тимофеева. – Ростов н/Д, 2009. – 26 с.
32. Волкова, Е. В. Формирование и оценка экономического потенциала перерабатывающих предприятий АПК (на примере Могилевской области) : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / Е. В. Волкова. – Горки, 2015. – 24 с.

33. Богатырёва, В. В. Финансовое управление воспроизводством человеческого капитала в инновационной экономике: теория, методология, моделирование / В. В. Богатырёва. – Новополюцк, 2013. – 400 с.
34. Бондарев, В. Ф. Инвестиционный потенциал предприятий / В. Ф. Бондарев, А. В. Козик. – Орел : ОрелГТУ, 2002. – 168 с.
35. Катасонов, В. Ю. Инвестиционный потенциал экономики: механизмы формирования и использования / В. Ю. Катасонов. – М. : Анкил, 2005. – 325 с.
36. Беляков, О. А. Статистическое исследование инвестиционного потенциала хозяйствующего субъекта : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.12 / О. А. Беляков. – Новосибирск, 2004. – 23 с.
37. Мамонтова, С. А. Инвестиционный потенциал сельскохозяйственных организаций (на примере Республики Хакасия) : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / С. А. Мамонтова. – М., 2008. – 24 с.
38. Толстолесова, Л. А. Финансово-инвестиционный потенциал сырьевых регионов и стратегия его реализации / Л. А. Толстолесова // Вестн. Тюмен. ун-та. – 2011. – № 11. – С. 120–126.
39. Сипко, Л. А. Инвестиционный потенциал: методология статистической оценки (на примере регионов Сибири) / Л. А. Сипко, О. А. Беляков. – Новосибирск : СибУПК, 2004. – 83 с.
40. Басалов, И. А. Формирование и реализация инвестиционного потенциала предприятия : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / И. А. Басалов. – М., 1996. – 186 л.
41. Кортина, С. Б. Эффективность инвестиций и управление инвестиционным потенциалом горно-металлургического предприятия : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / С. Б. Кортина. – Екатеринбург, 2006 – 24 с.
42. Мельтенисова, Е. Н. Обоснование управленческих решений по повышению инвестиционного потенциала (на примере энергетических генерирующих компаний) : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / Е. Н. Мельтенисова. – Новосибирск, 2013. – 22 с.
43. Шваков, Е. Е. Государственно-частное партнерство как элемент системы управления инвестиционным потенциалом развития промышленных предприятий [Электронный ресурс] / Е. Е. Шваков // Вопросы управления. – 2015. – № 5. – Режим доступа: <http://vestnik.uara.ru/en/issue/2015/05/10/>. – Дата доступа: 12.03.2015.
44. Адамайтис, С. М. Оценка инвестиционного потенциала компании [Электронный ресурс] / С. М. Адамайтис, А. С. Земцов, И. А. Мангасарян // Финансовый ун-т при правительстве Рос. Федерации. – 2015. – Режим доступа: <http://www.fa.ru/projects/mnsk/>. – Дата доступа: 12.03.2015.

45. Игонина, Л. Л. Инвестиции / Л. Л. Игонина. – М. : Экономист, 2005. – 478 с.
46. Ковалев, В. В. Введение в финансовый менеджмент / В. В. Ковалев. – М. : Финансы и статистика, 2007. – 763 с.
47. Розенберг, Дж. М. Инвестиции : терминологический слов. / Дж. М. Розенберг ; пер. с англ. А. М. Волковой, А. В. Щедрина. – М. : Дело, 1997. – 400 с.
48. Управление инвестициями : в 2 т. / В. В. Шеремет [и др.] ; под общ. ред. В.В. Шеремета. – М. : Высш. шк., 1998. – Т. 2. – 416 с.
49. Бард, В. С. Финансово-инвестиционный комплекс: теория и практика в условиях реформирования российской экономики / В. С. Бард. – М. : Финансы и статистика, 1998. – 304 с.
50. Павлова, Л. Н. Финансовый менеджмент: управление денежным оборотом предприятия / Л. Н. Павлова – М. : ЮНИТИ, 1995. – 400 с.
51. Маренков, Н. Л. Основы управления инвестициями : учебник / Н. Л. Маренков. – М. : Едиториал УРСС, 2003. – 480 с.
52. Бланк, И. А. Инвестиционный менеджмент / И. А. Бланк. – Киев : Эльга-Н ; Ника-Центр, 2001. – 448 с.
53. Лопатников, Л. И. Экономико-математический словарь : словарь современной экономической науки / Л. И. Лопатников. – 5-е изд. – М. : Дело, 2003. – 520 с.
54. Ковалев, В. В. Инвестиции / под ред. В. В. Ковалева, В. В. Иванова, В. А. Лялина. – М. : ООО «ТК Велби», 2003. – 440 с.
55. Родионова, В. М. Финансы / В. М. Родионова [и др.] ; под ред. В. М. Родионовой. – М. : Финансы и статистика, 2002. – 348 с.
56. Моляков, Д. С. Финансы предприятий отраслей народного хозяйства : учеб. пособие / Д. С. Моляков. – М. : Финансы и статистика, 2002. – 239 с.
57. Леонтьев, В. Е. Финансовый менеджмент / В. Е. Леонтьев, В. В. Бочаров. – СПб. : Питер, 2010. – 520 с.
58. Балабанов, И. Т. Основы финансового менеджмента / И. Т. Балабанов. – М. : Финансы и статистика, 1999. – 359 с.
59. Бочаров, В. В. Инвестиции / В. В. Бочаров. – СПб. : Питер, 2010. – 380 с.
60. Бирман, А. М. Опережая время / А. М. Бирман. – М. : Наука, 1990. – 382 с.
61. Кураков, Л. П. Экономика и право : слов.-справ. / Л. П. Кураков, В. Л. Кураков, А. Л. Кураков. – М. : Вуз и школа, 2006. – 642 с.

62. Шевчук, Д. А. Финансы предприятий / Д. А. Шевчук. – М. : Финансы и статистика, 2009. – 209 с.
63. Литовских, А. М. Финансы, денежное обращение и кредит / А. М. Литовских, Г. М. Шевченко. – Таганрог : ТРТУ, 2003. – 135 с.
64. Черненко, А. Ф. Финансовое положение и эффективность использования ресурсов предприятия / А. Ф. Черненко, Н. Н. Ильшева, А. В. Башарина. – М. : ЮНИТИ–ДАНА, 2009. – 207 с.
65. Грязнова, А. Г. Финансово-кредитный энциклопедический словарь / под общ. ред. А. Г. Грязновой. – М. : Финансы и статистика, 2004. – 597 с.
66. Федосов, В. М. Теория финансов : учебник / В. М. Федосов, С. И. Юрий. – Киев : ЦУЛ, 2010. – 576 с.
67. Финансы предприятий : учеб. пособие / Н. Е. Заяц [и др.] ; под общ. ред. : Н. Е. Заяц, Т. И. Василевской. – Минск : Выш. шк., 2005. – 528 с.
68. Лихачева, О. Н. Финансовое планирование на предприятии / О. Н. Лихачева. – М. : ООО «ТК Велби», 2003, – 264 с.
69. Колчина, Н. В. Финансовый менеджмент / Н. В. Колчина. – М. : ЮНИТИ–ДАНА, 2012. – 464 с.
70. Белолипецкий, В. Г. Финансовый менеджмент : учеб. пособие / В. Г. Белолипецкий. – М. : КНОРУС, 2008. – 448 с.
71. Финансы и финансовый рынок : учеб. пособие / О. А. Пузанкевич [и др.] ; под ред. О. А. Пузанкевич. – Минск : БГЭУ, 2010. – 313 с.
72. Панютина, Е. А. Модернизация воспроизводственных процессов на основе формирования внутренних инвестиционных ресурсов предприятий : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / Е. А. Панютина. – Н. Новгород, 2012. – 24 с.
73. О рынке ценных бумаг [Электронный ресурс] : Закон Респ. Беларусь, 5 янв. 2015 г., № 231-З : в ред. Закона Респ. Беларусь от 17 июля 2017 г. № 52-З // Национальный правовой Интернет-портал Республики Беларусь. – Режим доступа: <http://www.pravo.by/main.aspx?guid=3871&cp0=H11500231>. – Дата доступа: 16.09.2017.
74. Маленко, Е. Инвестиционная привлекательность и ее повышение [Электронный ресурс] / Е. Маленко, В. Хазанова // Топ-менеджер. – Режим доступа: [http://www.cfin.ru/investor/invrel/investment\\_attraction.shtml](http://www.cfin.ru/investor/invrel/investment_attraction.shtml). – Дата доступа: 18.06.2016.
75. Финансовый словарь [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://dic.academic.ru/dic.nsf/fin\\_enc/29933](http://dic.academic.ru/dic.nsf/fin_enc/29933). – Дата доступа: 18.06.2016.
76. Шапошников, А. А. Разработка комплексного механизма анализа и оценки инвестиционной привлекательности предприятия : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / А. А. Шапошников. – Н. Новгород, 2010. – 145 л.

77. Орешкин, В. В. Иностранные инвестиции как фактор экономического развития: реалии, проблемы, перспективы / В. В. Орешкин // Инвестиции в России. – 2002. – № 9. – С. 11–15.
78. Ершова, И. В. Организационная модель взаимодействия инвесторов и реципиентов инвестиций / И. В. Ершова, А. В. Болотин // Экономика региона. – 2008. – № 4. – С. 103–114.
79. Мукасеев, Р. К. Содержание финансового обеспечения инвестиционной деятельности компании [Электронный ресурс] / Р. К. Мукасеев // Наукоеведение : интернет-журнал. – 2014. – Вып. 6. – Режим доступа: <http://naukovedenie.ru/PDF/35EVN6.pdf>. – Дата доступа: 28.06.2016.
80. Грязнова, А. Г. Финансы / А. Г. Грязнова, Е. В. Маркина, М. Л. Седова. – М. : Финансы и статистика, 2012. – 496 с.
81. Гукасьян, Г. М. Экономическая теория / Г. М. Гукасьян, Г. А. Маховикова, В. В. Амосова. – СПб. : Эксмо, 2003. – 480 с.
82. Мескон, М. Основы менеджмента / М. Мескон, М. Альберт, Ф. Хедоури. – М. : Дело, 1997. – 704 с.
83. Большой экономический словарь / под ред. А. Н. Азрилияна. – М. : Ин-т новой экономики, 1998. – 1633 с.
84. Ковалев, В. В. Введение в финансовый менеджмент / В. В. Ковалев. – М. : Финансы и статистика, 2007. – 763 с.
85. Саймон, Г. Рациональность как процесс и продукт мышления / Г. Саймон // THESIS. – 1993. – № 3. – С. 16–38.
86. Markowitz, H. M. Portfolio Selection / H. M. Markowitz // Journal of Finance. – 1952. – № 1. – P. 71–91.
87. García-Alvarez, M.T. Structural Capital Management Within Intellectual Capital Theory: A Guide For Indicators / M. T. García-Alvarez, R. M. Mariz-Pérez, M. T. Alvarez // The 2011 Maui International Academic Conference, Lahaina, 03–05 January, 2011 / Maui, Hawaii : USA, 2011. – P. 335–346.
88. Гипотеза Модильяни – Миллера [Электронный ресурс] // Свободная энциклопедия «Википедия». – 2001. – Режим доступа: [http://ru.wikipedia.org/wiki/Гипотеза\\_Модильяни-Миллера](http://ru.wikipedia.org/wiki/Гипотеза_Модильяни-Миллера). – Дата доступа: 01.10.2015.
89. The Theory of Interest: as Determined by impatience to Spend Income and Opportunity to Invest // Journal of Business. – 1978. – P. 51.
90. Galeano, N. Characterization of VBE Value Systems and Metrics [Electronic resource] / N. Galeano, D. Romero // ECOLEAD Project. – 2007. – Mode of access: [http://nitim.eu/projects/284/Deliverables/D21.4a\\_Final.pdf](http://nitim.eu/projects/284/Deliverables/D21.4a_Final.pdf). – Date of access: 15.08.2015.

91. Andriessen, D. Implementing the KPMG Value Explorer: Critical success factors for applying IC measurement tools / D. Andriesson // *Journal of Intellectual Capital*. – Vol. 6, iss. 4. – P. 474–488.
92. Andriessen, D. Making Sense of Intellectual Capital Making Sense of Intellectual Capital: Designing a Method for the Valuation of Intangible – signing a Method for the Valuation of Intangibles / D. Andriessen. – Heine- mann, 2004. – 410 p.
93. Brennan, M. Corporate Income Taxes, Valuation, and the Problem of Optimal Capital Structure / M. Brennan, E. Schwartz // *Journal of Business*. – 1978. – P. 51.
94. Bouteiller, C. The evaluation of intangibles :introducing the optional capital / C. Bouteiller, C. Karyotis // *Investment Management and Financial Innovations*. – 2010. – Vol. 7. – P. 85–92.
95. Upton, D. Business and Financial Reporting, Challenges from the new economy/ D. Upton, S. Wayne // *Financial Accounting Series*. – 2001. – 47 p.
96. Mahboob, M. Human Capital Valueuman Capital Value: How to Engage Human Talent / M. Mahboob. – Namariuz, 2007. – 39 p.
97. Aho, S. A critical assessment of Stewart’s CIV method / S. Aho, S. Stahle, P. Stahle // *Measuring Business Excellence*. – 2011. – Vol. 15, iss. 4. – P. 27–35.
98. Chang, Sh.-L. Valuing Intellectual Capital and Firms’ Performance – modifying Valued Added Intellectual Coefficient (VAICTM) in Taiwan IT industry [Electronic resource] / Sh.-L. Chang. – 2000. – Mode of access: <http://69.175.2.130/~finman/Prague/Papers/2008Europeanconference-ShulienChang.pdf>. – Date of access: 15.08.2015.
99. Уотшем, Т. Количественные методы в финансах : пер. с англ. / Т. Уотшем, К. Паррамоу ; под ред. М. Р. Ефимовой. – М. : Финансы, ЮНИТИ, 1999. – 168 с.
100. Инвестирование, финансирование, кредитование: стратегия и тактика предприятия / Н. Н. Ушакова [и др.]. – Киев : Киев. гос. торгово-экон. ун-т, 1997. – 412 с.
101. Концепции и модели современного финансового менеджмента [Электронный ресурс] // Центр информационных технологий обучения. – Режим доступа: <http://cito-web.yspu.org/link1/metod/met89/node5.html>. – Дата доступа: 10.11.2015.
102. Семькина, О. Ф. Инвестиционный потенциал как совокупность ресурсов функционирующего предприятия : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.01 / О. Ф. Семькина. – Томск, 2007. – 24 с.

103. Мякшин, В. Н. Экономическая оценка инвестиционного потенциала Северо-Арктического региона / В. Н. Мякшин // Молодой ученый. – 2012. – № 5. – С. 183–188.
104. Пащенко, В. Н. Управление развитием инвестиционного потенциала строительной организации : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / В. Н. Пащенко. – СПб., 2011. – 20 с.
105. Белова, Е. В. Методика оценки финансово-инвестиционного потенциала предприятий АПК / Е. В. Белова, Г. В. Ковальчук // Вестн. Алт. гос. аграрного ун-та. – 2010. – № 9 (71). – С. 88–91.
106. Новикова, А. В. Проблемы оценки инвестиционного потенциала организации / А. В. Новикова, М. В. Вергеева // Актуальные проблемы социально-гуманитарных исследований в экономике и управлении : материалы II Междунар. науч.-практ. конф. проф.-преподават. состава, магистров и студентов фак. экономики и управления, Брянск, 10 дек. 2015 г. : в 2 т. / Брян. гос. техн. ун-т ; под ред.: Е. И. Сорокиной, Е. А. Дергачевой. – Брянск, 2015. – Т. 2. – С. 229–232.
107. Иваненко, В. А. Проблемы оценки инвестиционного потенциала предприятия [Электронный ресурс] / В. А. Иваненко // Экономика. Право. Менеджмент : сб. ст. молодых исследователей Байкал. гос. ун-та. – 2015. – Вып. 2 (4). – Режим доступа: [izdatelstvo.isea.ru/epm/dl.ashx?id=2653](http://izdatelstvo.isea.ru/epm/dl.ashx?id=2653). – Дата доступа: 14.08.2016.
108. Шарп, У. Ф. Инвестиции : пер. с англ. / У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. В. Бейли. – М. : ИНФРА-М, 2001. – 1028 с.
109. Крейнина, М. Н. Финансовый менеджмент : учеб. пособие / М. Н. Крейнина. – М. : Дело и Сервис, 1998. – 304 с.
110. Русак, Н. А. Анализ финансового состояния субъекта хозяйствования / Н. А. Русак, В. А. Русак. – Минск : Выш. шк., 1997. – 310 с.
111. Матвеев, Т. Н. Оценка инвестиционной привлекательности предприятия [Электронный ресурс] / Т. Н. Матвеев // Труды МГТА. – 2011. – № 19 (3). – Режим доступа: [http://e-magazine.meli.ru/vipusk\\_19/262\\_v19\\_Matveev.doc](http://e-magazine.meli.ru/vipusk_19/262_v19_Matveev.doc). – Дата доступа: 17.08.2016.
112. Валинурова, Л. С. Управление инвестиционной деятельностью : учебник / Л. С. Валинурова, О. Б. Казакова. – М. : КНОРУС, 2005. – 384 с.
113. Севрюгин, Ю. В. Оценка инвестиционной привлекательности промышленного предприятия : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / Ю. В. Севрюгин. – Ижевск, 2004. – 27 с.
114. Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности предприятия : учеб. пособие / Э. И. Крылов [и др.]. – М. : Финансы и статистика, 2003. – 191 с.



115. Ендовицкий, Д. А. Анализ инвестиционной привлекательности организации / Д. А. Ендовицкий, В. А. Бабушкин, Н. А. Батурина ; под ред. Д. А. Ендовицкого. – М. : КНОРУС, 2010. – 376 с.
116. Коренков, А. В. Построение рейтинга инвестиционной привлекательности предприятий с учетом прогноза финансового состояния и отраслевой принадлежности : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / А. В. Коренков. – Екатеринбург, 2003. – 24 с.
117. Паюсов, А. А. Финансово-инвестиционная привлекательность хозяйствующего субъекта : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / А. А. Паюсов. – Екатеринбург, 2009. – 24 с.
118. Староверова, Е. Н. Организационно-экономические инструменты повышения инвестиционной привлекательности предприятия : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / Е. Н. Староверова. – Владимир, 2010. – 24 с.
119. Лаврухина, Н. В. Методы и модели оценки инвестиционной привлекательности предприятий [Электронный ресурс] / Н. В. Лаврухина // Теория и практика общественного развития. – 2014. – № 8. – Режим доступа: [http://teoria-practica.ru/rus/files/arhiv\\_zhurnal/2014/8/ekonomika/lavrukchina.pdf](http://teoria-practica.ru/rus/files/arhiv_zhurnal/2014/8/ekonomika/lavrukchina.pdf). – Дата доступа: 17.08.2015.
120. Зайцева, Н. А. Как оценить инвестиционную привлекательность? [Электронный ресурс] / Н. А. Зайцева // Банки и деловой мир. – 2007. – № 12. – Режим доступа: [http://www.cfin.ru/finanalysis/invest/investment\\_appeal.shtml](http://www.cfin.ru/finanalysis/invest/investment_appeal.shtml). – Дата доступа: 18.08.2015.
121. Смирнова, Н. В. Оценка инвестиционной привлекательности предприятия в условиях реструктуризации экономики : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / Н. В. Смирнова. – Иваново, 2004. – 24 с.
122. Ростиславов, Р. А. Оценка инвестиционной привлекательности предприятия для стратегического инвестора : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / Р. А. Ростиславов. – Тула, 2011. – 20 с.
123. Белякова, М. Ю. Разработка комплексного подхода к оценке инвестиционной привлекательности объекта инвестирования (предприятия) : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / М. Ю. Белякова. – М., 2006. – 22 с.
124. Коробова, О. В. Разработка методики оценки инвестиционной привлекательности предприятия с учетом факторов внешней и внутренней среды / О. В. Коробова, С. Б. Овчаренко // Вестн. ТамбГТУ. – 2013. – № 4 (48). – С. 91–95.

125. Ендовицкий, Д. А. Анализ инвестиционной привлекательности компании-цели на прединтеграционном этапе сделки слияния / поглощения / Д. А. Ендовицкий, В. Е. Соболева // Аудит и финансовый анализ. – 2007. – № 2. – С. 195–207.

126. Шнайдер, О. В. Взаимосвязь инвестиционной привлекательности и финансового состояния с позиций перспективности развития организации / О. В. Шнайдер, В. В. Шнайдер, Е. Г. Локтионов // Вектор науки ТГУ. – 2009. – № 7 (10). – С. 229–233.

127. Шемчук, М. А. Управление инвестиционной привлекательностью предприятий (на примере легкой промышленности Кемеровской области) : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / М. А. Шемчук. – Кемерово, 2009. – 217 л.

128. Шульгина, А. В. Формирование воспроизводственного процесса сельскохозяйственных предприятий на основе повышения инвестиционной привлекательности (на материалах Курганской области) : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / А. В. Шульгина. – Екатеринбург, 2011. – 26 с.

129. Шеремет, А. Д. Методика финансового анализа : учебник / А. Д. Шеремет, Р. С. Сайфулин, Е. В. Негашев. – М. : ИНФРА-М, 2000. – 208 с.

130. Якименко, Е. А. Оценка инвестиционной привлекательности предприятия [Электронный ресурс] / Е. А. Якименко // Вестн. Алтайского гос. аграрного ун-та. – 2009. – № 11 (61). – Режим доступа: [http://www1.asau.ru/doc/nauka/vestnik/2009/11/Economix\\_Yakimenko.pdf](http://www1.asau.ru/doc/nauka/vestnik/2009/11/Economix_Yakimenko.pdf). – Дата доступа: 10.09.2016.

131. Игольников, Г. Л. Управленческие основы инновационно-инвестиционной деятельности промышленных предприятий : учеб. пособие / Г. Л. Игольников, Е. Г. Патрушева. – Ярославль, 2002. – 107 с.

132. Рейтинг эффективности предприятий центрального федерального округа [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.akm.ru/rus/analyt/ratings/repcfo.htm>. – Дата доступа: 12.09.2016.

133. Шапошников, А. А. Разработка комплексного механизма анализа и оценки инвестиционной привлекательности предприятия : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / А. А. Шапошников. – Н. Новгород, 2010. – 24 с.

134. Бубенок, Е. А. Инвестиционная привлекательность как критерий конкурентоспособности инновационной компании / Е. А. Бубенок // Российское предпринимательство. – 2007. – № 8 (95). – С. 39–44.

135. Лозовой, С. Д. Оценка и управление инвестиционной привлекательностью промышленных предприятий : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / С. Д. Лозовой. – М., 2007. – 23 с.

136. Скобелева, Е. В. Управление финансовыми потоками холдинга : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / Е. В. Скобелева. – Оренбург, 2009. – 20 с.
137. Баканов, М. И. Теория экономического анализа : учебник / М. И. Баканов, А. Д. Шеремет. – 4-е изд., доп. и перераб. – М. : Финансы и статистика, 2001. – 416 с.
138. Крылов, С. И. Стратегический управленческий учет финансовых потоков – важное направление стратегического управленческого учета [Электронный ресурс] / С. И. Крылов // Финансовый вестн.: налоги, страхование, бух. учет. – 2011. – № 6. – Режим доступа: <http://www.1fin.ru/?id=627>. – Дата доступа: 15.09.2016.
139. Бокарев, П. А. Коммерческая логистика для менеджеров и маркетологов / П. А. Бокарев. – М. : ЮНИТИ–ДАНА, 2005. – 418 с.
140. Альбеков, А. У. Проблемы логистики торговли средствами производства / А. У. Альбеков. – Ростов н/Д : РГЭА, 1998. – 231 с.
141. Ван Хорн, Дж. К. Основы управления финансами : пер. с англ. / Дж. К. Ван Хорн ; гл. ред. сер. Я. В. Соколов. – М. : Финансы и статистика, 2005. – 800 с.
142. Богатырева, В. В. Финансовый механизм управления воспроизводством человеческого капитала: концептуальные основы формирования, элементы / В. В. Богатырева // Вестн. Полоц. гос. ун-та. Сер. Д, Экон. и юрид. науки. – 2013. – № 14. – С. 87–93.
143. Скобелева, О. Н. Финансовые потоки холдинга: объект управления / О. Н. Скобелева // Вестн. Оренбург. гос. ун-та. – 2007. – № 9. – С. 112–119.
144. Кузнецов, Л. А. Системное представление финансово-хозяйственной деятельности предприятия / Л. А. Кузнецов // Проблемы управления. – 2003. – № 3. – С. 39–48.
145. Езерская, О. Анализ денежных потоков. Идеи и приемы для практики [Электронный ресурс] / О. Езерская // Бизнес-Энтропия. – Режим доступа: <http://bizentropy.biz/articles/94-analiz-denezhnykh-potokov-idei-i-priemy-dlya-parkтики.html>. – Дата доступа: 26.09.2016.
146. Берталанфи, Л. фон. Общая теория систем – критический обзор / Л. фон Берталанфи // Исследования по общей теории систем : сб. переводов ; под общ. ред. В. Н. Садовского и Э. Г. Юдина. – М. : Прогресс, 1969. – 380 с.
147. Системная инженерия. Процессы жизненного цикла систем [Электронный ресурс] : ГОСТ Р ИСО / МЭК 15288-2005 / Национальный стандарт Российской Федерации. – 2005. – Режим доступа: [http://www.pqm-online.com/assets/files/lib/std/gost\\_r\\_iso\\_iec\\_15288-2005.pdf](http://www.pqm-online.com/assets/files/lib/std/gost_r_iso_iec_15288-2005.pdf). – Дата доступа: 26.09.2016.

148. Локшина, С. М. Краткий словарь иностранных слов / С. М. Локшина. – М. : Советская энциклопедия, 1971. – 320 с.
149. Руководство к своду знаний по управлению проектами [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://by.odp-office.eu/files/docs/Svod-znaniy-po-upravleniju-proektami.pdf>. – Дата доступа: 18.03.2016.
150. Акофф, Р. О целеустремленных системах / Р. Акофф, Ф. Эмери ; пер. с англ. Г. Б. Рубальского ; под ред. И. А. Ушакова. – М. : Советское радио, 1974. – 270 с.
151. Сагатовский, В. Н. Основы систематизации всеобщих категорий / В. Н. Сагатовский. – Томск : ТГУ, 1973. – 420 с.
152. Иванов, И. В. Финансовый менеджмент: стоимостной подход : учеб. пособие / И. В. Иванов, В. В. Баранов. – М. : Альпина бизнес букс. – 2007. – 428 с.
153. Шарина, Г. В. Финансовый механизм – активный элемент в системе управления финансами / Г. В. Шарина // Вестн. Калмыц. гос. ун-та, 2013. – № 1 (17). – С. 93–98.
154. Об утверждении инструкции о порядке расчета коэффициентов платежеспособности и проведения анализа финансового состояния и платежеспособности субъектов хозяйствования [Электронный ресурс] : постановление М-ва финансов Респ. Беларусь, М-ва экономики Респ. Беларусь, 27.12.2011, № 140/206 : в ред. от 04.10.2017 // КонсультантПлюс. Респ. Беларусь / ЗАО «КонсультантПлюс». – Минск, 2017.
155. Шмойлова, Р. А. Практикум по теории статистики. / Р.А. Шмойлова, В. Г. Минашкин, Н. А. Садовникова. – М. : Финансы и статистика, 2006. – 416 с.
156. Дэвид, Г. Метод парных сравнений / Г. Дэвид ; пер. с англ. Н. Космарской и Д. Шмерлинга. – М. : Статистика, 1978. – 78 с.
157. Ахрамейко, А. Построение рейтинга банков с использованием методики расчета многоуровневого агрегированного показателя состояния банка / А. Ахрамейко, Б. Железко, Д. Ксеневич // ЭКОБЕСТ. – 2002. – № 2. – С. 418–430.
158. Об определении критериев оценки платежеспособности субъектов хозяйствования [Электронный ресурс] : постановление Совета Министров Респ. Беларусь от 12.12.2011, № 1672 : в ред. 22.01.2016 // КонсультантПлюс. Респ. Беларусь / ЗАО «КонсультантПлюс». – Минск, 2016.
159. Ермолович, Л. Л. Анализ хозяйственной деятельности предприятия / под общ. ред. Л. Л. Ермолович. – Минск : УП «Экоперспектива», 2001. – 576 с.

160. Недосекин, А. О. Применение теории нечетких множеств к задачам управления финансами / А. О. Недосекин // Аудит и финансовый анализ. – 2000. – № 2. – С. 137–160.
161. Mueller, D. Rates of Return on Corporate Investment / D. Mueller, E. Reardon // Southern Economic Journal. – 1993. – Vol. 60. – № 2. – P. 430–453.
162. Denis, D. International Corporate Governance / D. Denis, J. McConnell // Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 2003. – Vol. 38. – № 1. – P. 1–36.
163. Lindenberg, E. B. Tobin's Ratio and Industrial Organization / E. B. Lindenberg, S. A. Ross // Journal of Business. – 1981. – Vol. 54. – P. 1–32.
164. Salinger, M. Tobin's Unionization and the Concentration – Profits Relationship / M. Salinger // Bell Journal of Economics. – 1984. – Vol. 15. – P. 159–170.
165. Shepherd, W. G. Tobin's  $q$  and Structure – Performance Relationship: Comment / W. G. Shepherd. – American Economic Review. – 1986. – Vol. 76. – P. 1205–1210.
166. Chung, K. A Simple Approximation of Tobin's  $q$  / K. Chung, S. Pruitt // Financial Management. – 1994. – Vol. 23. – № 3. – P. 70–74.
167. Hall, B. The Value of Intangible Corporate Assets: An Empirical Study of the Components of Tobin's  $Q$  / B. Hall // Economics Working Papers. – 1993. – P. 93–207. – (University of California at Berkeley).
168. Megna, P. The Impact of Intangible Capital on Tobin's  $q$  in the Semiconductor Industry / P. Megna, M. Klock // The American Economic Review. – 1993. – Vol. 83. – № 2. – P. 265–269.
169. Орлова, Т. М. Управление знаниями. Как превратить знания в капитал / Т. М. Орлова, А. Л. Гапоненко. – М. : Эксмо, 2008. – 550 с.
170. Кротова, Д. Э. Использование коэффициента Тобина как показателя конкурентоспособности бизнеса предприятий транспортной отрасли / Д. Э. Кротова // Казанская наука. – 2016. – № 1. – С. 21–24.
171. Выдрина, Я. С. Обзор оценочных подходов и показателей создания стоимости компаний / Я. С. Выдрина // Инновационный и стратегический анализ как база обоснования управленческих решений : сб. ст. по материалам междунар. науч.-практ. конф «Декабрьские чтения им. С. Б. Барнгольц», Тольятти : в 2 ч. / Поволж. гос. ун-т сервиса. – Тольятти, 2010. – Ч. I. – С. 121–139.

172. Ханин, Г. И. Альтернативная оценка стоимости материальных фондов и рентабельности производственной сферы российской экономики в 1998–2000 годах / Г. И. Ханин // Вопросы статистики. – 2003. – № 9. – С. 22–29.

173. Щербаков, Д. Ю. Влияние степени международной диверсификации бизнеса на его эффективность: существует ли оптимальный уровень международной диверсификации бизнеса? / Д. Ю. Щербаков // Корпоративные финансы. – 2011. – №1 (17). – С. 94–102.

174. Jong, A. Determinants of leverage and agency problems: A regression approach with survey data / Abe de Jong, Ronald van Dijk // European Journal of Finance. – 2007. – №13 (6). – P. 565–573.

175. Мельтенисова, Е. Н. Анализ инвестиционной привлекательности энергокомпаний / Е. Н. Мельтенисова, С. В. Бекарева // Вестн. НГУ. – 2009. – Вып. 2, т. 9. – С. 14–19.

176. Оценка стоимости объектов гражданских прав. Оценка стоимости предприятий (бизнеса) : СТБ 52.1.01–2011. – Взамен СТБ 52.1.01–2007 ; введ. 01.03.2011. – Минск : Белорус. гос. ин-т стандартизации и сертификации, 2011. – 26 с.

177. Есипов, В. Е. Оценка бизнеса / В. Е. Есипов, Г. А. Маховикова, В. В. Терехова. – 2-е изд. – СПб. : Питер, 2006. – 464 с.

178. Романов, В. С. Модель экспресс-оценки стоимости компании [Электронный ресурс] / В. С. Романов. – Режим доступа: [http://www.cfin.ru/appraisal/business/prompt\\_evaluation.shtml](http://www.cfin.ru/appraisal/business/prompt_evaluation.shtml). – Дата доступа: 28.03.2016.

179. Оценка стоимости объектов гражданских прав. Оценка стоимости предприятий (бизнеса) : СТБ 52.1.01–2011. – Изм. № 1 ; введ. 01.08 2012. – Минск : Белорус. гос. ин-т стандартизации и сертификации, 2012. – 6 с.

180. Кудина, М. В. Фундаментальная и рыночная стоимость компании / М. В. Кудина // Российское предпринимательство. – 2010. – № 1. – Вып. 2 (151). – С. 32–37.

181. Тарелкин, А. А. Методические подходы к стоимостной оценке предприятия / А. А. Тарелкин // Российское предпринимательство. – 2011. – № 2. – Вып. 2 (178). – С. 74–79.

182. O'Byrne, S. F. EVA and Market Value / Stephen F. O'Byrne // Journal of Applied Corporate Finance. – 1996. – Vol. 9, iss. 1. – P. 116–125.

183. Ларионова, Е. Экономическая добавленная стоимость [Электронный ресурс] / Е. Ларионова // Деловой Петербург. Сер. «Бизнес без проблем». – 2003. – № 3. – Режим доступа: <http://www.vmgrou.ru/publications/public11.htm>. – Дата доступа: 18.03.2015.

184. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов : пер. с англ. / А. Дамодаран. – 5-е изд. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2008. – 1340 с.
185. Young, D. Economic Value Added: A Primer for European Managers / D. Young // European Management Journal. – 1997. – Vol. 15, № 4. – P. 335–343.
186. Толкаченко, О. Ю. Индикативная методика оценки инвестиционной привлекательности фирмы [Электронный ресурс] / О. Ю. Толкаченко // Финансовый менеджмент. – 2008. – № 6. – Режим доступа: <http://www.finman.ru/articles/2008/6/5475.html>. – Дата доступа: 18.03.2015.
187. Об утверждении Инструкции по бухгалтерскому учету основных средств [Электронный ресурс] : постановление М-ва финансов Респ. Беларусь, 30.04.2012, № 26 // КонсультантПлюс. Респ. Беларусь / ЗАО «КонсультантПлюс». – Минск, 2015.
188. О некоторых вопросах бухгалтерского учета [Электронный ресурс] : постановление М-ва финансов Респ. Беларусь, 11.03.2013, № 16 // КонсультантПлюс. Респ. Беларусь / ЗАО «КонсультантПлюс». – Минск, 2015.
189. О внесении дополнений и изменений в постановление Министерства финансов Республики Беларусь от 11 марта 2013 г., № 16 [Электронный ресурс] : постановление М-ва финансов Респ. Беларусь, 16.12.2014, № 82 // КонсультантПлюс. Респ. Беларусь / ЗАО «КонсультантПлюс». – Минск, 2015.
190. Ковалев, В. В. Финансовый менеджмент: теория и практика / В. В. Ковалев. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : ООО «ТК Велби» ; Проспект, 2007. – 1024 с.
191. Бословяк, С. В. Методика финансового прогнозирования эффективности вложений капитала в предприятие на основе показателя экономической добавленной стоимости / С. В. Бословяк // Бух. учет и анализ. – 2015. – № 8 (224). – С. 29–34.
192. Шеннон, П. П. Стоимость капитала. Расчет и применение / П. Пратт Шеннон. – М. : ИД КвинтоКонсалтинг, 2006. – 445 с.
193. Об утверждении Правил по разработке бизнес-планов инвестиционных проектов [Электронный ресурс] : постановление М-ва экономики Респ. Беларусь, 31.08.2005, № 158 : в ред. от 10.05.2018, № 15 // КонсультантПлюс. Респ. Беларусь / ЗАО «КонсультантПлюс». – Минск, 2018.
194. Ройзман, И. Сложившаяся и перспективная инвестиционная привлекательность крупнейших отраслей российской промышленности / И. Ройзман, И. Гришина // Инвестиции в России. – 1998. – № 1. – С. 37–39.



195. Бословяк, С. В. Оценка инвестиционной привлекательности отраслей промышленности / С. В. Бословяк // Вестн. Полоц. гос. ун-та. Сер. Д, Экон. и юрид. науки. – 2012. – № 6. – С. 35–39.
196. Гукасян, Г. М. Экономика от А до Я : темат. справ. / Г. М. Гукасян. – М. : Инфра-М, 2007. – 468 с.
197. Борисов, А. Б. Большой экономический словарь / А. Б. Борисов. – М. : Книжный мир, 2003. – 895 с.
198. Поляк, Г. Б. Финансы : учебник / под ред. Г. Б. Поляка, 2008. – 696 с.
199. Барулин, С. В. Финансы : учебник / С. В. Барулин. – 2-е изд., стер. – М. : КНОРУС, 2011. – 640 с.
200. Бословяк, С. В. Финансовый механизм управления инвестиционным потенциалом организации: элементы, концептуальный базис функционирования / В. В. Богатырёва, С. В. Бословяк // Вестн. Полоц. гос. ун-та. Сер. Д, Экон. и юрид. науки. – 2016. – № 6. – С. 99–107.
201. Бословяк, С. В. Аналитическое обеспечение алгоритма обоснования минимально необходимого уровня рентабельности дополнительно привлекаемых инвестиций / С. В. Бословяк // Бух. учет и анализ. – 2016. – № 3 (231). – С. 19–25.
202. Бословяк, С. В. Оценка риска в функционировании финансового механизма управления инвестиционным потенциалом организации / С. В. Бословяк // Экономическая теория в XXI веке: поиск эффективных механизмов хозяйствования : материалы II Междунар. науч.-практ. конф., Новополоцк, 20–21 окт. 2016 г. : в 2 ч. / Полоц. гос. ун-т ; под общ. ред. И. В. Зеньковой. – Новополоцк, 2015. – Ч. 2 – С. 106–109.
203. Непомнящий, Е. Г. Инвестиционное проектирование : учеб. пособие / И. Г. Непомнящий. – Таганрог : ТРТУ, 2003. – 262 с.
204. Мицкевич, А. Различные способы анализа безубыточности [Электронный ресурс] / А. Мицкевич // Корпоративный менеджмент. – Режим доступа: [http://www.cfin.ru/management/finance/cost/cvp\\_var.shtml/](http://www.cfin.ru/management/finance/cost/cvp_var.shtml/). – Дата доступа: 23.11.2016.
205. Синицкая, Н. Я. Финансовые аспекты управления современным предприятием : учеб. пособие / Н. Я. Синицкая. – М. : Директ-Медиа, 2014. – 353 с.
206. Астанин, Д. Ю. Формирование и реализация инвестиционной политики предприятия : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / А. Ю. Астанин. – Воронеж, 2009. – 21 с.

## **ПРИЛОЖЕНИЯ**

**Определения понятия «инвестиции»**

| Автор / источник   | Трактовка понятия «инвестиции»  |
|--|---|
| 1  | 2   |
| <p>Б. А. Райзберг,<br/>Л. Ш. Лозовский,<br/>Е. Б. Стародубцева<br/>[1]</p> | <p>Инвестиции (от лат. investire – облачать) – долгосрочные вложения государственного или частного капитала в собственной стране или за рубежом с целью получения дохода в предприятиях разных отраслей, предпринимательские проекты, социально-экономические программы, инновационные проекты – долгосрочные вложения капитала с целью получения прибыли</p>   |
| <p>Б. Батлер,<br/>Б. Джонсон,<br/>Г. Сиуэлл,<br/>Э. Вуд<br/>[2]</p>        | <p>1. Приобретение средств производства, таких как машины и оборудование для предприятия, с тем чтобы производить товары для будущего потребления. Обычно это называется капитальными вложениями в средства производства (capital investment); чем выше уровень капитальных вложений в хозяйстве, тем быстрее оно будет развиваться.<br/>2. Приобретенные активы, например, ценных бумаг, произведений искусства, депозитов в банках или строительных обществах и т.п., прежде всего в целях получения финансовой отдачи в виде или прибыли, или увеличения капитала. Такой вид финансовых инвестиций (financial investment) представляет собой средство сбережения</p> |
| <p>А. Н. Асаул,<br/>А. В. Карасев<br/>[3]</p>                              | <p>Долгосрочные вложения капитала, имущественных и интеллектуальных ценностей в объекты предпринимательской и других видов деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения положительного социального эффекта; недвижимость, приобретенная для получения доходов или прибыли</p>  |
| <p>Г. И. Микерин<br/>[4]</p>   | <p>Использование капитальной суммы для приобретения актива, который, как ожидается, будет производить приемлемый поток дохода и/или ощутимое повышение оценки капитальной стоимости. «Повышение оценки» (appreciation) капитальной стоимости (имущества или активов) – это явление, экономически противоположное «обесценению» (depreciation), то есть наблюдаемому «понижению оценки» стоимости имущества</p>  |
| <p>В. И. Суслов<br/>[5]</p>  | <p>Долгосрочные вложения средств в различные отрасли экономики с целью получения прибыли или достижения целей, напрямую не связанных с получением инвестиционного дохода, но необходимых для устойчивого развития бизнеса</p>   |
| <p>С. И. Ожегов<br/>[6]</p>  | <p>Долгосрочные вложения капитала в отдельные отрасли экономики внутри страны и за рубежом</p>  |

Продолжение приложения А

| 1  | 2  |
|--|--|
| Составители:<br>С. М. Синельников,<br>Т. Г. Соломоник,<br>М. Б. Биржаков,<br>Р. В. Янборисова<br>[7] | Капитал, помещаемый в юридически самостоятельные предприятия на длительный срок (более года) либо с целью получения дополнительной прибыли, либо с целью приобретения влияния, либо в связи с тем, что такое вложение средств является более выгодным по сравнению с организацией собственных операций в этой области, а также вложения в ценные бумаги  |
| Дж. Д. Сакс,<br>Ф. Б. Ларрен<br>[8, с. 143]  | Поток готовой продукции за определенный период, который используется для поддержания и приращения основных фондов в экономике, увеличение основных фондов путем инвестиций обеспечивает рост производственных возможностей в будущем, следовательно, «...теория инвестиций должна быть динамичной, т.е. связывать настоящее с будущим, ибо стимулирование инвестиций сегодня означает прирост производственных возможностей завтра»                              |
| Б. Грэхем,<br>Дж. Цвейг<br>[9]   | Операция, которая после тщательного анализа предполагает сохранность основного капитала и удовлетворительный доход   |
| И. А. Бланк<br>[10]  | Любые вложения капитала с целью последующего его увеличения  |
| Л. Дж. Гитман,<br>М. Д. Джонк<br>[11, с. 10]   | Способ помещения капитала, который должен обеспечить сохранение или возрастание стоимости капитала и (или) принести положительную величину дохода  |
| П. Массе<br>[12, с. 27]  | Инвестирование представляет собой акт обмена сегодняшнего удовлетворения определенной потребности на ожидание удовлетворить ее в будущем с помощью инвестированных благ  |
| Э. Дж. Долан<br>[13, с. 13]  | Увеличение объема капитала, функционирующего в экономической системе, то есть увеличение предложения производительных ресурсов, осуществляемое людьми  |
| К. Р. Макконел,<br>С. Л. Брю<br>[14, с. 388]   | Затраты на производство и накопление средств производства и увеличение материальных запасов  |
| Закон Республики Беларусь «Об инвестициях»<br>[15]   | Любое имущество и иные объекты гражданских прав, принадлежащие инвестору на праве собственности, ином законном основании, позволяющем ему распоряжаться такими объектами, вкладываемые инвестором на территории Республики Беларусь способами, предусмотренными настоящим Законом, в целях получения прибыли (доходов) и (или) достижения иного значимого результата либо в иных целях, не связанных с личным, семейным, домашним и иным подобным использованием |
| Дж. М. Кейнс<br>[16]   | Покупка одним лицом или корпорацией какого-либо имущества, старого или нового  |

Продолжение приложения А

| 1   | 2  |
|---|--|
| О. М. Антипова<br>[17]                      | Вид общественных отношений, характеризуемый определенным экономически значимым поведением участников, проявляющимся в инициировании процесса оборота капитала, его вложении. Значение инвестиций заключается в создании или возмездном приобретении активов (стоимостей, благ, имеющих денежную оценку), обладающих определенными характеристиками. Такие активы либо сами обладают свойством возможности их непосредственного использования в процессе создания новой стоимости (могут выступать предметами или средствами труда), либо предоставляют возможность получения части новой стоимости, которая будет произведена контрагентом субъекта, осуществляющего вложения, или третьим лицом |
| В. Г. Золотогоров<br>[18]                   | Вложение средств (внутренних и внешних) в различные программы и отдельные мероприятия (проекты) с целью организации новых, поддержания и развития действующих производств (производственных мощностей), технической подготовки производства, получения прибыли и других конечных результатов, например, природоохранных, социальных и других.  |
| Ф. Кенэ<br>[19, с. 227]                     | «...прирост ценности капитального имущества в результате производственной деятельности данного периода, ... та часть дохода за данный период, которая не была использована для потребления»; «...покупка отдельным лицом или корпорацией какого-либо имущества, старого или нового, дома или машины, ценных бумаг на фондовой бирже и т.д.»  |
| П. А. Самуэльсон,<br>В. Д. Нордхаус<br>[20] | Прирост запаса капитала страны, то есть зданий и сооружений, машин и оборудования, а также товарно-материальных запасов в течение года.<br>Осуществление инвестиций связано с отказом от текущего потребления ради увеличения будущего потребления   |
| Дж. Доунс<br>[21]                           | Использование капитала с целью получения дополнительных средств либо путем вложения в привлекательные инвестиционные проекты (доходные предприятия), либо с помощью участия в рискованном (венчурном) проекте, направленном на получение прибыли   |
| З. Боди, А. Кейн,<br>А. Маркус<br>[22]      | Расходование в настоящем денежных или других средств в ожидании получения будущих выгод  |
| Дж. Фридман,<br>Н. Ордуэй<br>[23, с. 441]   | Вложение денежных средств для извлечения доходов и прибыли; собственность, приобретенная для извлечения доходов или прибыли  |

Окончание приложения А

| 1   | 2   |
|---|---|
| М. Макмиллан<br>[24]                        | Поток расходов, предназначенных для производства благ, а не для непосредственного потребления   |
| Л. М. Чистов,<br>С. А. Ильин<br>[25, с. 80] | Капитальные вложения как процесс создания путем применения капитала новых объектов (модернизация, реконструкция существующих объектов), способных производить (увеличивать производство) определенные виды продукции и услуг прежнего или повышенного качества  |
| А. Б. Крутик,<br>Е. Г. Никольская<br>[26]   | Динамический процесс смены форм капитала, последовательно преобразования первоначальных ресурсов и ценностей в инвестиционные затраты и превращение вложенных средств в прирост капитальной стоимости в форме дохода или социального эффекта  |
| В. А. Королев<br>[27, с. 11]                | Инвестиции определяются, с одной стороны, как динамичный воспроизводственный процесс, в ходе которого осуществляется преобразование ресурсов во вложения с учетом целевых установок инвестора – получения дохода (эффекта), с другой – как категория, включающая следующие структурные элементы: субъекты, объекты и собственно экономические отношения |

*Источник:* собственная разработка автора на основе изучения специальной экономической литературы [1–27].

**Основные подходы к определению категории  
«инвестиционный потенциал»**

| Подход  | Автор                          | Определение  |
|---|--------------------------------|--|
| 1   | 2                              | 3  |
| Определение инвестиционного потенциала как совокупности ресурсов      | В. Ф. Бондарев,<br>А. В. Козик | «Инвестиционный потенциал предприятия – максимально возможный объем внутренних и внешних инвестиций, необходимый и достаточный для обеспечения экономической состоятельности предприятия при рациональном использовании производственных мощностей, должной инвестиционной активности» [34, с. 12]   |
|   | В. Ю. Катасонов                | «Инвестиционный потенциал – совокупность ресурсов, накопленных в результате предшествующей хозяйственной деятельности субъекта, которые можно использовать для обеспечения инвестиционной деятельности» [35]   |
|   | О. А. Беляков                  | «Инвестиционный потенциал организации как ее способность аккумулировать инвестиционные ресурсы в целях устойчивого развития за счет собственных и заемных средств, исходя из наличия и специфики всей совокупности экономических ресурсов, текущей и перспективной кредитоспособности, уровня социально-экономического развития региона» [36, с. 11] |
|   | Е. А. Мамонтова                | «Инвестиционный потенциал – совокупность взаимосвязанных социальных, экономических, производственных, финансовых, земельных, биологических и других факторов производства предприятия, а также мер государственной поддержки, определяющих возможности воспроизводства на основе использования собственного и привлеченного капитала» [37]           |
| Определение инвестиционного потенциала как возможности инвестирования | Л. А. Толстолева               | Инвестиционный потенциал как потенциальная возможность, позволяющая аккумулировать необходимый объем финансово-инвестиционных ресурсов для осуществления инвестиционной деятельности [38]  |
|   | Л. А. Сипко                    | Инвестиционный потенциал как возможность предприятия инвестировать в свое собственное развитие, покупая различные активы и создавая дополнительные финансовые потоки [39]  |



## Окончание приложения Б

| 1                      | 2                  | 3   |
|------------------------|--------------------|---|
|                        | Е. В. Волкова      | «Инвестиционный потенциал – совокупность возможностей предприятий использовать инвестиции с целью обеспечения модернизации и развития производства» [32, с. 14]   |
| Комбинированный подход | И. А. Басалов      | «Инвестиционный потенциал предприятия как категория, отражающая собой единство способности предприятия самостоятельно осуществлять инвестиционную деятельность за счет собственных источников и средств с возможностями и условиями их пополнения и эффективного воспроизводства, создаваемыми внешней средой, изменяемой посредством реализации потенциала с учетом требований инвестиционного рынка [40, с. 15] |
|                        | С. Б. Кортиня      | «Инвестиционный потенциал понимается в качестве важнейшего свойства инвестиционной системы, проявляющегося в ее способности реализовать возможности, содержащиеся в инвестиционных ресурсах» [41]   |
|                        | Е. Н. Мельтенисова | «Инвестиционный потенциал отражает способность компании эффективно использовать имеющиеся инвестиционные ресурсы для реализации инвестиционных возможностей» [42]   |
|                        | Е. Е. Шваков       | Инвестиционный потенциал можно представить как совокупность инвестиционных ресурсов, а также условий и возможностей для их эффективного вложения [43]   |
|                        | С. М. Адамайтис    | «Инвестиционный потенциал предприятия – это способность реализовать комплекс инвестиционных мер, относительно генерирования дополнительных финансовых потоков за счет мобилизации имеющихся ресурсов с целью повышения стоимости объекта инвестирования» [44]   |

*Источник:* собственная разработка автора на основе изучения специальной экономической литературы [32, 34–44].

## Подходы к определению категории «финансовые ресурсы»

| Автор           | Подход к определению  |
|-----------------|---|
| 1               | 2   |
| В. М. Родионова | «Финансовые ресурсы предприятия – это денежные доходы и поступления, находящиеся в распоряжении субъектов хозяйствования и предназначенные для выполнения финансовых обязательств, осуществления затрат по расширенному воспроизводству и экономическому стимулированию работающих» [55]  |
| Д. С. Моляков   | «Научное понятие категории «финансовые ресурсы» тесно связано с такой более высокой по степени абстракции категорией, как «финансы». «Распределение и перераспределение стоимости при помощи финансов обязательно сопровождается движением денежных средств, принимающих специфическую форму финансовых ресурсов» [56]  |
| В. Е. Леонтьев  | «Финансовые ресурсы предприятия представляют собой совокупность капитала, имущества и других средств предприятия, выраженные в денежной форме, которые находятся в распоряжении этого предприятия, используются или могут быть использованы им в процессе финансово-хозяйственной деятельности для выполнения своих функций» [57]   |
| И. Т. Балабанов | «Финансовые ресурсы хозяйствующего субъекта – это денежные средства, имеющиеся в его распоряжении. Финансовые ресурсы направляются на развитие производства (производственно-торгового процесса), содержание и развитие объектов непроизводственной сферы, потребление, а также могут оставаться в резерве» [58]  |
| В. В. Бочаров   | «Финансовые ресурсы выражают реальный денежный оборот предприятий (поток денежной наличности). Источником их образования являются все денежные доходы и поступления средств как внутренние, так и внешние. Потенциально финансовые ресурсы формируют на стадии производства, когда создается новая стоимость и осуществляется перенос старой стоимости на готовый продукт, но именно потенциально, поскольку работники предприятий производят не финансовые ресурсы, а продукты труда в натуральной форме. Последние продают на рынке, где они и получают денежную оценку» [59] |
| А. М. Бирман    | «Денежные средства, обеспеченные мобильными материальными ценностями, которые остаются после того, как возмещены все затраты, связанные с простым воспроизводством» [60]  |

Продолжение приложения В

| 1   | 2  |
|---|--|
| Б. А. Райзберг,<br>Л. Ш. Лозовский,<br>Е. Б. Стародубцева | Финансовые ресурсы государства, региона, предприятия, фирмы – совокупность всех видов денежных средств, финансовых активов, которыми располагает экономический субъект, находящихся в его распоряжении. Финансовые ресурсы являются результатом взаимодействия поступления и расходов, распределения денежных средств, их накопления и использования [1]   |
| Л. П. Кураков,<br>В. Л. Кураков,<br>А. Л. Кураков         | «Финансовые ресурсы – совокупность всех видов денежных средств, финансовых активов, находящихся в распоряжении экономического субъекта. Финансовые ресурсы являются результатом взаимодействия поступления и расходов, распределения денежных средств, их накопления и использования» [61]   |
| Д. А. Шевчук  | «Финансовые ресурсы – денежные доходы, накопления и поступления, формируемые в руках субъектов хозяйствования и государства и предназначенные на цели расширенного воспроизводства, материальное стимулирование работающих, удовлетворение социальных потребностей, нужд обороны и государственного управления. Являются материальными носителями финансовых отношений. Используются в фондовой и нефондовой формах» [62]  |
| А. М. Литовских,<br>Г. М. Шевченко                        | «Финансовые ресурсы хозяйствующего субъекта представляют собой денежные средства, имеющиеся в его распоряжении. Финансовые ресурсы направляются на развитие производства (производственно-торгового процесса), содержание и развитие объектов производственной сферы, потребление, а также могут оставаться в резерве. Финансовые ресурсы, используемые на развитие производственно-торгового процесса (покупка сырья, товаров и других предметов труда, орудий труда, рабочей силы, прочих элементов производства), представляют собой капитал в его денежной форме. Таким образом, капитал – это часть финансовых ресурсов» [63] |
| А. Ф. Черненко,<br>Н. Н. Ильшева,<br>А. В. Башарина       | «Финансовые ресурсы – это совокупность всех денежных средств, которые имеются в распоряжении государства, предприятий, организаций, учреждений для формирования необходимых активов в целях осуществления всех видов деятельности как за счет доходов, накоплений и капитала, так и за счет различного вида поступлений. Важной составной частью финансовых ресурсов являются башковские ресурсы» [64]   |
| А. Г. Грязнова  | «Финансовые ресурсы (англ. financial resources) – денежные средства, формируемые в результате экономической и финансовой деятельности, в процессе создания и распределения валового национального продукта. Аккумулируются государством и хозяйствующими субъектами и используются в качестве источника поддержания и развития производства, удовлетворения социальных потребностей населения, обеспечения функционирования сферы обращения» [65]  |

Окончание приложения В

| 1                                    | 2   |
|--------------------------------------|---|
| Л. Н. Павлова                        | «Финансовые ресурсы определены как выраженная в деньгах часть национального дохода, которая может быть использована государством (непосредственно или через предприятия) на цели расширенного воспроизводства и на общегосударственные расходы. При чрезвычайных обстоятельствах в качестве финансовых ресурсов могут выступать оборотные средства как часть созданного в прошлом национального достояния» [50] |
| В. М. Федосов                        | «Финансовые ресурсы отождествляются с денежными ресурсами». То есть это совокупность денежных средств, находящихся в распоряжении государства и других субъектов» [66]  |
| Н. Е. Заяц                           | «Финансовые ресурсы – это фонды денежных средств, находящиеся в распоряжении государства, хозяйствующих субъектов и населения, формирующиеся в процессе распределения и перераспределения части стоимости валового внутреннего продукта, главным образом чистого дохода в денежной форме, и предназначенные для обеспечения расширенного воспроизводства и общегосударственных потребностей» [67]               |
| О. Н. Лихачева                       | «...часть денежных средств, которая образуется в процессе создания и распределения совокупного общественного продукта и направляется на формирование и использование фондов денежных средств» [68, с. 11]   |
| Н. В. Колчина                        | «...финансовые ресурсы используются предприятием в процессе производственной и инвестиционной деятельности и находятся в постоянном движении, пребывая в денежной форме лишь в виде остатков денежных средств на расчетном счете и в кассе предприятия» [69, с. 12]   |
| Н. В. Колчина,<br>В. Г. Белолипецкий | «Финансовые ресурсы предприятия – это совокупность собственных денежных доходов и поступлений извне, предназначенных для выполнения финансовых обязательств, финансирования текущих затрат и затрат, связанных с развитием производства» [70]   |

Источник: собственная разработка автора на основе [1, 50, 55–70].

**Основные подходы  
к определению термина «финансовый менеджмент»**

| Автор  | Сущность подхода  |
|--|---|
| 1  | 2   |
| А. Г. Грязнова   | «Финансовый менеджмент – 1) процесс управления денежным оборотом, формированием и использованием финансовых ресурсов предприятия, организации; 2) наука об управлении финансами, построении финансовых отношений для достижения предприятиями, организациями своих целей» [80]  |
| А. М. Литовских,<br>И. К. Шевченко                       | «Финансовый менеджмент – процесс управления денежным оборотом, формированием и использованием финансовых ресурсов предприятий. Это также система форм, методов и приемов, с помощью которой осуществляется управление денежным оборотом и финансовыми ресурсами» [63]   |
| Г. М. Гукасян  | «Финансовый менеджмент – процесс управления формированием, распределением и использованием финансовых ресурсов предприятия и оптимизации оборота его денежных средств с целью повышения рыночной стоимости предприятия» [81]  |
| М. Мескон  | «Финансовый менеджмент – это вид профессиональной деятельности, направленный на достижение целей предприятия (фирмы) путем эффективного использования всей системы финансовых взаимосвязей, фондов и резервов, формирующих финансовый механизм деятельности предприятия в условиях рыночной экономики» [82]   |
| А. Азрилиян  | «Финансовый менеджмент – формирование и регулирование всех финансовых процессов на предприятии, включая инвестиции. Охватывает стадии планирования, принятия решений, выработки распоряжений и контроль; следовательно, это понятие шире финансового планирования в узком смысле» [83]  |
| Б. А. Райзберг,<br>Л. Ш. Лозовский,<br>Е.Б. Стародубцева | «Финансовый менеджмент – управление финансами предприятия направленное на максимизацию стоимости бизнеса и уровня дивидендов акционеров (интересы собственников), прибыли и минимизации затрат (интересы руководства предприятия), заработной платы (интересы работающих), а также поддержание конкурентоспособности и финансовой устойчивости хозяйствующего субъекта» [1] |

## Окончание приложения Г

| 1                 | 2   |
|-------------------|---|
| В. Г. Золотогоров | «Финансовый менеджмент – управление финансовыми операциями, денежными потоками, призванное обеспечить привлечение, поступление необходимого для дела количества денежных средств в нужные периоды времени и их рациональное расходование в соответствии с намеченными целями, программами, планами, реальными надеждами» [18] |
| В. В. Ковалев     | «Финансовый менеджмент – финансовый механизм, система управления финансами коммерческой организации, направленная на развитие и совершенствование финансовых отношений путем постоянного внедрения новых принципов, форм, структур и методов управления с целью повышения эффективности производства» [84]                    |

· *Источник:* собственная разработка автора на основе изучения специальной экономической литературы [1, 18, 63, 80–84].

Основные концепции финансового менеджмента

| 1  | 2           | 3   | 4   |
|--|-------------|---|---|
| Название концепции   | Автор       | Идея  | Возможность применения для целей исследования |
| Концепция приоритета экономических интересов собственников | Г. Саймон   | Опровергая классическое и неоклассическое представления о фирме как организации, нацеленной на максимизацию полезности и прибыли, сформулировал альтернативную целевую концепцию ее экономического поведения, заключающуюся в необходимости приоритетного удовлетворения интересов собственников [85].<br>Эта теоретическая концепция была поддержана представителями финансовой науки и постепенно трансформировалась в финансовом менеджменте в его главную цель – максимизацию благосостояния собственников предприятия. В прикладном своем значении она формулируется как максимизация рыночной стоимости.<br>Практическая значимость концепции приоритета экономических интересов собственников обусловлена актуальностью проблемы повышения эффективности управления капитализацией современных предприятий в силу особенностей развития мировой экономики, смещения приоритетов в сторону инновационных аспектов | +   |
| Современная портфельная теория                             | Г. Марковиц | Современная портфельная теория – одна из важнейших теоретических концепций финансового менеджмента, в основе которой лежат методологические принципы статистического анализа и оптимизации соотношения уровня риска и доходности рискованных инструментов финансового инвестирования при формировании инвестиционного портфеля по критерию максимизации благосостояния собственников [86].<br>Основные постулаты современной портфельной теории:<br>• рынок состоит из конечного числа активов, доходности которых для заданного периода принимаются за случайные величины;<br>• инвестор в состоянии, исходя из статистических данных, получить оценку ожидаемых (средних) значений доходностей и их попарных ковариаций и степеней возможности диверсификации риска;  | +   |

Продолжение приложения Д

| 1   | 2 | 3  | 4 |
|---|---|--|---|
| Традиционная концепция структуры капитала |   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• инвестор может формировать любые допустимые (в рамках конкретной модели) портфели. Доходности портфелей являются случайными величинами;</li> <li>• сравнение выбираемых портфелей основывается только на двух критериях – «средняя доходность» и «риск»;</li> </ul> <p>Инвестор не склонен к риску. Другими словами, из двух портфелей с одинаковой доходностью он обязательно предпочтет портфель с меньшим риском</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• стоимость капитала организации зависит от его структуры;</li> <li>• существует оптимальная структура капитала, минимизирующая значение средней рыночной стоимости капитала (WACC) и, следовательно, максимизирующая рыночную стоимость организации.</li> </ul> <p>В соответствии с традиционным подходом оптимальная структура капитала имеет место, и стоимость капитала зависит от его структуры. В качестве доказательства сторонники данной концепции приводят следующие аргументы:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• средневзвешенная стоимость капитала зависит от стоимости его составляющих, обобщенно подразделяемых на два вида: собственный и заемный капитал;</li> <li>• в зависимости от структуры капитала стоимость каждого из этих источников меняется, причем темпы изменения различны;</li> <li>• небольшое увеличение доли заемных средств не вызывает немедленной реакции акционеров в плане увеличения требуемой доходности, однако при превышении некоторого порога безопасности ситуация меняется и акционеры начинают требовать большей доходности для компенсации риска;</li> <li>• с ростом доли заемных средств стоимость заемного капитала сначала остается неизменной, а потом также начинает возрастать;</li> <li>• поскольку стоимость заемного капитала в среднем ниже, чем стоимость собственного капитала, то существует оптимальная структура капитала, при которой показатель WACC имеет минимальное значение, а рыночная стоимость организации, соответственно, будет максимальной [87]</li> </ul> | + |



Продолжение приложения Д

| 1  | 2  | 3  | 4  |
|--|--|--|----|
| Концепция дифференциальности структуры капитала                      | Ф. Модильяни,<br>М. Миллер   | Авторы концепции утверждают, что при некоторых условиях рыночная стоимость организации и стоимость капитала не зависят от структуры капитала. Следовательно, их нельзя оптимизировать, нельзя и наращивать рыночную стоимость организации за счет изменения структуры капитала.<br>Таким образом, основу концепции составляет положение о «невозможности оптимизации структуры капитала ни по критерию максимизации рыночной стоимости организации, так как структура капитала не оказывает влияния на формирование этих показателей» [88]   | +  |
| Компромиссная концепция структуры капитала                           | М. Миллер,<br>Х. Де-Анжелю,<br>Р. Масюлис,<br>Дж. Уорнер<br>и др.                        | Основу концепции составляет положение о том, что «структура капитала формируется под воздействием ряда противоречивых условий, определяющих соотношение уровня доходности и риска использования капитала, которые в процессе оптимизации его структуры должны быть учтены путем соответствующего компромисса их комплексного воздействия» [89]   | +  |
| Концепция противоречия интересов при формировании структуры капитала | М. Гордон,<br>М. Дженсен,<br>У. Миклинг,<br>Д. Галлей,<br>Р. Масюлис,<br>С. Майерс и др. | Основу данной концепции составляет положение о различии интересов и уровня инвестирования собственности использования капитала, выравнивание которых вызывает увеличение стоимости отдельных элементов капитала. Это вносит «отдельные коррективы в процесс оптимизации структуры капитала по критерию его среднезвешенной стоимости (соответственно, и рыночной стоимости организации)» [90]  | +  |
| Концепция изменения стоимости денег во времени                       | И. Фишер,<br>Дж. Хиршлейфер,<br>Дж. Б. Уильямс   | Сущность концепции изменения стоимости денег во времени заключается в идее о том, что «настоящая стоимость денег всегда выше их будущей стоимости в связи с альтернативной возможностью их инвестирования, а также влиянием факторов инфляции и риска. С учетом этой концепции разработаны различные модели дисконтирования денежных потоков, которые широко используются в практике финансового менеджмента» [91].<br>Процесс оценки будущих денежных потоков называется анализом дисконтированного денежного потока. Поскольку практически все финансовые решения сопряжены с оценками прогнозируемых денежных потоков, анализ DCF имеет исключительно важное значение | ++ |

Продолжение приложения Д

| 1  | 2       | 3   | 4 |
|--|---------|---|---|
| Концепция компромисса между риском и доходностью | Ф. Найт | Концепция компромисса между риском и доходностью состоит в том, что «получение любого дохода в бизнесе чаще всего сопряжено с риском, причем связь между этими взаимосвязанными характеристиками прямо пропорциональна: чем выше обещаемая, требуемая или ожидаемая доходность (то есть отдача на вложенный капитал), тем выше и степень риска, связанного с возможным получением этой доходности. Однако верно и обратное» [92]  | + |
| Концепция операционного и финансового рисков     | -       | Концепция операционного и финансового рисков предопределяется тем обстоятельством, что любой фирме всегда всегда свойственны два основных типа риска: операционный и финансовый. В основе обоих представлений рисков – и предпринимательского, и производственного – лежит отраслевая специфика бизнеса [93].<br>На базе данной концепции построены многочисленные модели оценки финансовых активов и методика инвестиционного анализа в системе портфельной теории:<br>1. Модели оценки акций и облигаций на основе их доходности [Stocks and Bonds Valuation Models]:<br><ul style="list-style-type: none"> <li>• модель Уильямса;</li> <li>• гордоновская модель оценки акций;</li> <li>• модель дисконтирования дивидендов.</li> </ul> 2. Модели оценки финансовых активов с учетом систематического риска [Capital Asset Pricing Model].<br>3. Модели оценки опционов:<br><ul style="list-style-type: none"> <li>• модель ценообразования опционов Блэка – Шоула;</li> <li>• биномиальная модель ценообразования опциона;</li> <li>• биномиальная модель Кокса – Росса – Рубинштейна;</li> <li>• модели ценообразования опционов на базе кривой доходности;</li> <li>• модели ценообразования опционов, включающие арбитраж;</li> <li>• модель ценообразования опциона Гармена – Кольхагена;</li> <li>• модель ценообразования Кранка – Николсона;</li> <li>• модель Блэка;</li> <li>• модель Вагопе – Адеси, Whaley;</li> <li>• модель Монте-Карло или модель статистических испытаний</li> </ul> | + |

Продолжение приложения Д

| 1                                  | 2                         | 3  | 4       |
|------------------------------------|---------------------------|--|---------|
| Концепция агентских отношений      | М. Дженсен,<br>В. Меклинг | Концепция агентских отношений предполагает, что между собственниками (акционерами) и менеджерами – доверенными лицами (агентами) – может существовать конфликт интересов в обеспечении максимизации благосостояния собственников. Концепцией утверждается, что деятельность менеджеров (агентов) лишь тогда будет направлена на реализацию главной цели управления финансами, если она будет полностью стимулировать их участие в прибыли и соответственно эффективно контролироваться собственниками.<br>Данное стимулирование и мониторинг связаны с дополнительными затратами средств, объективно обусловленными разделением прав собственности и управления предприятием. В свою очередь, агентские затраты оказывают влияние на формирование и распределение прибыли, дивидендную политику, а соответственно и на цену обращающихся на рынке акций компании [94].   | 4<br>++ |
| Концепция асимметричной информации | –                         | Концепция асимметричной информации (Asymmetric Information Concept) тесно связана с концепцией эффективности рынка. Суть концепции асимметричной информации сводится к тому, что отдельные категории лиц могут владеть информацией, недоступной всем участникам рынка в равной мере.<br>Именно данная концепция объясняет существование рынка, ибо каждый его участник надеется, что та информация, которой он располагает, возможно, неизвестна его конкурентам, а следовательно, он может принять эффективное решение.<br>Применение данной концепции при наличии асимметричной информации, возможно лишь наряду с существованием таких факторов, как:<br>• наличие рыночной власти у производителей и продавцов ресурсов;<br>• наличие внешних эффектов, под которыми понимаются такие изменения в благосостоянии экономических агентов, которые не вызваны их действиями на рынке;<br>• наличие общественных благ, удовлетворяющих потребности как отдельных индивидов, так и всего общества [95]. | –       |

Продолжение приложения Д

| 1                                | 2                            | 3  | 4      |
|----------------------------------|------------------------------|--|--------|
| Концепция денежного потока       | Дж. Б. Уильямс,<br>М. Гордон | Предпосылкой для появления концепции денежного потока стало мнение о том, что «с любой финансовой операцией может быть ассоциирован некоторый денежный поток, то есть множество распределенных выплат и поступлений, понимаемых в широком смысле. В качестве элемента денежного потока могут выступать денежные поступления, доход, расход, прибыль и пр. В подавляющем большинстве случаев идет об ожидаемых денежных потоках. Именно для таких потоков разработаны формализованные методы и критерии, позволяющие принимать обоснованные решения финансового характера» [96].<br>Денежный поток – это «движение денежных средств в реальном времени, по сути, денежный поток – это разность между суммами поступлений и выплат денежных средств компании за определенный период времени, как за этот промежуток берется финансовый год. В основе управления денежными потоками лежит концепция денежного кругооборота» [96]. | 4<br>+ |
| Концепция учета фактора инфляции | –                            | В общем понимании инфляция представляет собой «процесс постоянного превышения темпов роста денежной массы над товарной (включая стоимость работ и услуг), в результате чего происходит переполнение каналов обращения деньгами, что приводит к их обесценению и росту цен на товары» [97].<br>Концепция учета фактора инфляции заключается «в необходимости реального отражения стоимости активов и денежных потоков и обеспечения возмещения потерь доходов, вызываемых инфляционными процессами, при осуществлении долговременных финансовых операций» [98].   | –      |
| Концепция альтернативных затрат  | –                            | Суть концепции альтернативных затрат (Opportunity Costs Concept), называемой также «концепция затрат и упущенных возможностей», сводится к тому, что принятие любого решения финансового характера в подавляющем большинстве случаев связано с отказом от какого-то альтернативного варианта, который мог бы принести определенный доход. Этот упущенный доход по возможности необходимо учитывать при принятии решений [99].  | –      |

Продолжение приложения Д

| 1   | 2 | 3   | 4  |
|---|---|---|----|
| Концепция временной неограниченности функционирования хозяйствующего субъекта | - | Концепция временной неограниченности функционирования хозяйствующего субъекта (Going Concern Concept) исходит из того, что компания, однажды возникнув, будет существовать вечно. Следовательно, у нее нет намерения внезапно свернуть работу, а потому ее инвесторы и кредиторы могут полагать, что обязательства фирмы будут исполняться. В данном случае речь будет идти о так называемых нормальных условиях функционирования фирмы, которые могут быть нарушены только при форс-мажорных обстоятельствах.<br>Эта концепция служит основой стабильности и определенной предсказуемости динамики цен на рынке ценных бумаг, а также дает возможность использовать фундаментальный подход для оценки финансовых активов и принципов исторических цен при составлении бухгалтерской отчетности, что позволяет снизить транзакционные затраты и др. [100] | ++ |
| Концепция имущественной и правовой обособленности субъекта хозяйствования     | - | Суть концепции имущественной и правовой обособленности субъекта хозяйствования (The Fitpland. Is Owners Separation Concept) состоит в том, что после своего создания хозяйствующий субъект представляет собой обособленный имущественно-правовой комплекс, то есть его имущество и обязательства существуют обособленно от имущества и обязательств его собственников и других предприятий.<br>Эта концепция, тесно связанная с концепцией агентских отношений, имеет исключительно важное значение для формирования у собственников и контрагентов предприятия реального представления в отношении [101]:<br>• правомочности своих требований к данному предприятию;<br>• оценки его имущественного и финансового положения  | -  |

Окончание приложения Д

| 1   | 2                                       | 3   | 4  |
|---|---|---|----|
| Концепция стоимости капитала  | Дж. Б. Уильямс, Ф. Модильяни, М. Миллер | Одной из важнейших предпосылок эффективного управления капиталом предприятия является оценка его стоимости.<br>Стоимость капитала представляет собой «цену, которую предприятие платит за его привлечение из различных источников».<br>Концепция такой оценки исходит из того, что «капитал, как один из важных факторов производства, имеет, как и другие его факторы, определенную стоимость, формирующую уровень операционных и инвестиционных затрат предприятия»<br>Данная концепция является одной из базовых в системе управления финансовой деятельностью предприятия. К тому же она не сводится только к определению ценности привлечения капитала, а также определяет целый ряд направлений хозяйственной деятельности предприятия в целом.<br>Сущность этой концепции состоит в том, что «затраты предприятия по привлечению и обслуживанию капитала (финансовых ресурсов) существенно различаются в разрезе отдельных источников. В связи с этим при выборе альтернативных источников финансирования активов количественная оценка стоимости привлечения капитала играет решающую роль».<br>Поскольку стоимость источников средств различна, стоимость капитала организации находится по формуле средней арифметической взвешенной, то есть показателем, отражающим относительный уровень общей суммы расходов на поддержание оптимальной структуры капитала, является средневзвешенная стоимость капитала (Weighted Average Cost of Capital, WACC) [101] | ++ |
| <p>Знак «+++» означает приоритетную значимость концепции для целей настоящего исследования.<br/>Знак «+» означает, что концепция значима для целей настоящего исследования.<br/>Знак «-» указывает на то, что концепция не подходит для применения в настоящем исследовании</p> |   |   |    |

Источник: собственная разработка автора на основе изучения специальной экономической литературы [85-101].

## Основные подходы к понятию «система»

| Автор/источник   | Подход к определению  |
|--|---|
| Л. фон Бергаланфи [146]                                  | «Система – комплекс взаимодействующих компонентов, совокупность элементов, находящихся в определенных отношениях друг с другом»   |
| ГОСТ Р ИСО МЭК 15288-2005 [147]                          | «Система – комбинация взаимодействующих элементов, организованных для достижения одной или нескольких поставленных целей»   |
| Краткий словарь иностранных слов [148]                   | «Система – порядок, обусловленный планомерным, правильным расположением частей в определенной связи»  |
| Руководство к своду знаний по управлению проектами [149] | «Система – совокупность интегрированных и регулярно взаимодействующих или взаимозависимых элементов, созданная для достижения определенных целей»   |
| Р. Акофф, Ф. Эмери [150]                                 | «Система – множество взаимосвязанных элементов, каждый из которых связан прямо или косвенно с каждым другим элементом, а два любых подмножества этого множества не могут быть независимыми.<br>Следовательно, система должна состоять по меньшей мере из двух элементов и связей между каждым из элементов и каким-нибудь другим элементом множества» |
| В. Н. Сагатовский [151]                                  | «Система – конечное множество функциональных элементов и отношений между ними, выделенное из среды в соответствии с определенной целью в рамках определенного временного интервала»   |

*Источник:* собственная разработка на основе изучения специальной экономической литературы [146–151].

ПРИЛОЖЕНИЕ Ж

**Показатели и весовые коэффициенты методики рейтинговой оценки инвестиционной привлекательности предприятий**

| Показатели и их группы  | Формула расчета  |
|---|--|
| <b>1 Показатели эффективности деятельности организаций</b>        |  |
| 1.1 Рентабельность реализованной продукции                        | $\frac{\text{Прибыль от реализации}}{\text{Себестоимость реализованной продукции} + \text{Управленческие расходы} + \text{Расходы на реализацию}} \cdot 100\%$ |
| 1.2 Рентабельность собственного капитала                          | $\frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Средняя величина собственного капитала}} \cdot 100\%$  |
| 1.3 Коэффициент оборачиваемости краткосрочных активов             | $\frac{\text{Выручка от реализации}}{\text{Средняя величина краткосрочных активов}}$   |
| 1.4 Рентабельность активов  | $\frac{\text{Прибыль до налогообложения}}{\text{Средняя величина итога баланса}} \cdot 100\%$  |
| <b>2 Показатели инвестиционной активности организаций</b>         |  |
| 2.1 Коэффициент ввода машин, оборудования, транспортных средств   | $\frac{\text{Введено МОТС за год}}{\text{Стоимость МОТС на конец года}}$   |
| 2.2 Коэффициент самофинансирования инвестиций                     | $\frac{\text{Инвестиции в основной капитал за счет чистой прибыли и амортизационных отчислений}}{\text{Инвестиции в основной капитал}}$                        |
| 2.3 Коэффициент накопления амортизации основных средств           | $\frac{\text{Накопленная амортизация}}{\text{Стоимость основных средств на конец года}}$   |
| <b>3 Показатели платежеспособности организаций</b>                |  |
| 3.1 Коэффициент текущей ликвидности                               | $\frac{\text{Краткосрочные активы}}{\text{Краткосрочные обязательства}}$   |
| 3.2 Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами | $\frac{\text{Собственные оборотные средства}}{\text{Краткосрочные активы}}$  |
| 3.3 Коэффициент абсолютной ликвидности                            | $\frac{\text{Наиболее ликвидные активы}}{\text{Краткосрочные обязательства}}$  |
| 3.4 Коэффициент автономии   | $\frac{\text{Собственный капитал}}{\text{Итог баланса}}$   |
| МОТС – машины, оборудование, транспортные средства.               |  |

Источник: собственная разработка автора.



Таблица И.1. – Исходные данные для расчета рейтинга инвестиционной привлекательности, тыс. руб.

| Наименование предприятия                      | Выручка от реализации (нетто) | Себестоимость реализованной продукции, управленческие расходы и расходы на реализацию | Прибыль от реализации | Прибыль до налогообложения | Чистая прибыль |
|---|-------------------------------|---|-----------------------|----------------------------|----------------|
|   |                               |   |                       |                            |                |
| ОАО «Белорусский цементный завод»             | 172 201,7                     | 152 551,9   | 19 649,8              | 3 955,1                    | 2 099,6        |
| ОАО «Кричевцементшошфер»                      | 192 172,3                     | 185 863,4   | 6 308,9               | -14 373,9                  | -14 638,7      |
| ОАО «Молодечненский завод металлоконструкций» | 22 049,8                      | 27 306,1  | -5 256,3              | -7 270,5                   | -7 278,1       |
| ОАО «Березастройматериалы»                    | 53 794,0                      | 47 849,3  | 5 944,7               | -2 684,6                   | -2 684,6       |
| ОАО «Гомельстекло»                            | 96 402,8                      | 107 632,4   | -11 229,6             | -26 066,8                  | -26 179,5      |
| ОАО «Гомельстройматериалы»                    | 66 985,4                      | 60 579,1  | 6 406,3               | 4 887,8                    | 3 671,0        |
| ОАО «Керамин»                                 | 134 662,0                     | 126 988,1   | 7 673,9               | 4 018,8                    | 3 116,2        |
| ОАО «Красносельскстройматериалы»              | 254 573,6                     | 230 640,8   | 23 932,8              | 1 521,2                    | 404,6          |
| ОАО «Минский завод строительных материалов»   | 26 933,0                      | 25 978,1  | 954,9                 | 87,7                       | 22,7           |
| ОАО «Минский комбинат силикатных изделий»     | 39 707,5                      | 38 279,1  | 1 428,4               | 217,1                      | 231,2          |

Таблица И.2. – Исходные данные для расчета рейтинга инвестиционной привлекательности, тыс. руб.

| Наименование предприятия                      | Машинны и оборудование |                         | Транспортные средства |                         | Инвестиции за счет собственных средств | Инвестиции в основной капитал | Накопленная амортизация | Переоцененная стоимость основных средств |
|---|------------------------|-------------------------|-----------------------|-------------------------|--|-------------------------------|-------------------------|--|
|   | введено                | стоимость на конец года | введено               | стоимость на конец года |  |                               |                         |  |
| ОАО «Белорусский цементный завод»             | 15 215,0               | 124 756,0               | 1 622,4               | 9 088,0                 | 4 688,6                                | 39 528,8                      | 120 960,4               | 273 287,3                                |
| ОАО «Кричевцементшошфер»                      | 53 772,6               | 228 561,2               | 2 587,6               | 6 300,0                 | 3 172,0                                | 207 052,0                     | 170 860,8               | 448 863,8                                |
| ОАО «Молодечненский завод металлоконструкций» | 965,6                  | 20 253,6                | 20,4                  | 1 161,6                 | 714,0                                  | 916,4                         | 36 394,8                | 52 494,0                                 |
| ОАО «Березастройматериалы»                    | 6 512,4                | 25 488,8                | 377,2                 | 1 894,4                 | 2 152,4                                | 4 690,4                       | 17 024,4                | 48 495,6                                 |
| ОАО «Гомельстекло»                            | 7 773,6                | 59 525,6                | 573,6                 | 2 853,2                 | 943,2                                  | 115 295,4                     | 65 170,8                | 139 345,6                                |
| ОАО «Гомельстройматериалы»                    | 10 160,4               | 54 370,0                | 535,6                 | 2 170,4                 | 5 340,8                                | 12 746,4                      | 32 034,0                | 83 458,0                                 |
| ОАО «Керамин»                                 | 20 403,5               | 106 497,5               | 1 268,5               | 4 080,0                 | 25 468,4                               | 34 208,8                      | 82 675,4                | 122 789,4                                |
| ОАО «Красносельскстройматериалы»              | 35 567,4               | 226 629,0               | 1 219,6               | 4 305,6                 | 14 519,4                               | 155 667,2                     | 127 063,2               | 309 596,8                                |
| ОАО «Минский завод строительных материалов»   | 12 358,3               | 39 395,8                | 524,0                 | 3 217,6                 | 3 785,0                                | 17 654,0                      | 30 678,8                | 50 038,0                                 |
| ОАО «Минский комбинат силикатных изделий»     | 11 787,8               | 22 494,0                | 496,0                 | 1 119,2                 | 1 834,9                                | 14 910,8                      | 21 247,6                | 64 950,4                                 |

Таблица И.3. – Исходные данные для расчета рейтинга инвестиционной привлекательности, тыс. руб.

| Наименование предприятия                      | Краткосрочные активы |               | Долгосрочные обязательства | Активы (итог баланса) |               |
|---|----------------------|---------------|----------------------------|-----------------------|---------------|
|   | на начало года       | на конец года |                            | на начало года        | на конец года |
| ОАО «Белорусский цементный завод»             | 146 294,3            | 165 920,0     | 244 922,2                  | 22 210,4              | 535 458,4     |
| ОАО «Кричцементшофер»                         | 189 657,1            | 184 673,7     | 445 290,0                  | 24 333,0              | 836 317,6     |
| ОАО «Молодечненский завод металлоконструкций» | 18 659,6             | 18 882,8      | 0,0                        | 13 674,5              | 63 715,7      |
| ОАО «Березастройматериалы»                    | 20 956,0             | 21 860,0      | 11 732,8                   | 10 971,1              | 56 259,6      |
| ОАО «Гомельстекло»                            | 84 658,9             | 86 236,8      | 356 063,8                  | 46 271,0              | 520 125,9     |
| ОАО «Гомельстройматериалы»                    | 10 512,8             | 10 726,0      | 995,3                      | 14 126,2              | 68 777,0      |
| ОАО «Керамин»                                 | 56 259,4             | 33 799,2      | 135,5                      | 31 310,3              | 132 051,8     |
| ОАО «Красносельскстройматериалы»              | 145 893,3            | 167 132,0     | 170 067,9                  | 61 408,5              | 590 866,1     |
| ОАО «Минский завод строительных материалов»   | 17 598,3             | 18 658,8      | 11 290,0                   | 10 928,2              | 52 565,6      |
| ОАО «Минский комбинат силикатных изделий»     | 6 984,2              | 7 670,0       | 3 203,4                    | 9 226,8               | 42 399,0      |

Результаты экспертного ранжирования частных показателей инвестиционной привлекательности субъектов хозяйствования

| Показатели  | Эксперт № 1 |      | Эксперт № 2 |      | Эксперт № 3 |      | Эксперт № 4 |      | Эксперт № 5 |      | Эксперт № 6 |      | Вес $W_i$ |
|---|-------------|------|-------------|------|-------------|------|-------------|------|-------------|------|-------------|------|-----------|
|   | балл        | ранг | балл        | ранг | балл        | ранг | балл        | ранг | балл        | ранг | балл        | ранг |           |
| Рентабельность реализованной продукции                          | 13          | 4    | 17          | 1,5  | 17          | 1,5  | 15          | 3    | 17          | 1,5  | 13          | 4    | 0,153     |
| Рентабельность собственного капитала                            | 15          | 3    | 17          | 1,5  | 17          | 1,5  | 18          | 1,5  | 17          | 1,5  | 15          | 3    | 0,165     |
| Коэффициент оборачиваемости оборотных активов                   | 7           | 7    | 10          | 5    | 10          | 5    | 12          | 4    | 10          | 5    | 11          | 5    | 0,100     |
| Коэффициент ввода машин, оборудования, транспортных средств     | 5           | 8    | 9           | 6,5  | 10          | 5    | 10          | 5,5  | 9           | 5    | 9           | 6    | 0,087     |
| Коэффициент самофинансирования инвестиций                       | 1           | 10   | 13          | 3    | 13          | 3    | 18          | 1,5  | 13          | 3    | 17          | 2    | 0,125     |
| Коэффициент накопления амортизации основных средств             | 3           | 9    | 4           | 9,5  | 3           | 10   | 10          | 5,5  | 4           | 10   | 7           | 7    | 0,052     |
| Коэффициент текущей ликвидности                                 | 17          | 2    | 11          | 4    | 10          | 5    | 1           | 10   | 10          | 5    | 5           | 8    | 0,090     |
| Коэффициент обеспеченности собственными краткосрочными активами | 9           | 6    | 9           | 6,5  | 9           | 7    | 4           | 9    | 9           | 7    | 3           | 9    | 0,072     |
| Коэффициент абсолютной ликвидности                              | 19          | 1    | 6           | 8    | 7           | 8    | 6           | 7,5  | 7           | 8    | 19          | 1    | 0,107     |
| Коэффициент автономии   | 11          | 5    | 4           | 9,5  | 4           | 9    | 6           | 7,5  | 4           | 9    | 1           | 10   | 0,050     |

Источник: собственная разработка автора.



Таблица Л.1. – Результаты рейтинговой оценки инвестиционной привлекательности предприятий

| Наименование предприятия                      | Показатели, характеризующие эффективность деятельности предприятий |                   |                                      |                   |   |                   |
|---|--|-------------------|--------------------------------------|-------------------|---|-------------------|
|   | Рентабельность реализованной продукции                             |                   | Рентабельность собственного капитала |                   | Коэффициент оборачиваемости краткосрочных активов |                   |
|   | значение   | локальный рейтинг | значение                             | локальный рейтинг | значение  | локальный рейтинг |
| ОАО «Белорусский цементный завод»             | 12,88  | 1,00              | 0,87                                 | 0,15              | 1,10  | 0,01              |
| ОАО «Кричевцементшифер»                       | 3,39   | 0,26              | -5,07                                | 0,00              | 1,03  | 0,00              |
| ОАО «Молодечненский завод металлоконструкций» | -19,25   | 0,00              | -17,00                               | 0,00              | 1,17  | 0,03              |
| ОАО «Березастройматериалы»                    | 12,42  | 0,96              | -9,85                                | 0,00              | 2,51  | 0,28              |
| ОАО «Гомельстекло»                            | -10,43   | 0,00              | -2,26                                | 0,00              | 1,13  | 0,02              |
| ОАО «Гомельстройматериалы»                    | 10,58  | 0,82              | 5,91                                 | 1,00              | 6,31  | 1,00              |
| ОАО «Керамин»                                 | 6,04   | 0,47              | 2,81                                 | 0,48              | 2,99  | 0,37              |
| ОАО «Красносельскстройматериалы»              | 10,38  | 0,81              | 0,12                                 | 0,02              | 1,63  | 0,11              |
| ОАО «Минский завод строительных материалов»   | 3,68   | 0,29              | 0,07                                 | 0,01              | 1,49  | 0,09              |
| ОАО «Минский комбинат силикатных изделий»     | 3,73   | 0,29              | 0,71                                 | 0,12              | 5,42  | 0,83              |

Таблица Л.2. – Результаты рейтинговой оценки инвестиционной привлекательности предприятий

| Наименование предприятия                      | Показатели, характеризующие активность предприятий в области производственных инвестиций |                   |   |                   |                                    |                   |
|---|--|-------------------|---|-------------------|------------------------------------|-------------------|
|   | Коэффициент ввода машин, оборудования, транспортных средств                              |                   | Коэффициент самофинансирования инвестиций |                   | Коэффициент накопления амортизации |                   |
|   | значение   | локальный рейтинг | значение                                  | локальный рейтинг | значение                           | локальный рейтинг |
| ОАО «Белорусский цементный завод»             | 0,13   | 0,17              | 0,12                                      | 0,15              | 0,443                              | 0,68              |
| ОАО «Кричевцементшифер»                       | 0,24   | 0,41              | 0,02                                      | 0,01              | 0,381                              | 0,85              |
| ОАО «Молодечненский завод металлоконструкций» | 0,05   | 0,00              | 0,78                                      | 1,05              | 0,693                              | 0,00              |
| ОАО «Березастройматериалы»                    | 0,25   | 0,43              | 0,46                                      | 0,61              | 0,351                              | 0,93              |
| ОАО «Гомельстекло»                            | 0,13   | 0,19              | 0,01                                      | 0,00              | 0,468                              | 0,62              |
| ОАО «Гомельстройматериалы»                    | 0,19   | 0,30              | 0,42                                      | 0,56              | 0,384                              | 0,85              |
| ОАО «Керамин»                                 | 0,20   | 0,32              | 0,74                                      | 1,00              | 0,673                              | 0,05              |
| ОАО «Красносельскстройматериалы»              | 0,16   | 0,24              | 0,09                                      | 0,12              | 0,410                              | 0,77              |
| ОАО «Минский завод строительных материалов»   | 0,30   | 0,54              | 0,21                                      | 0,28              | 0,613                              | 0,22              |
| ОАО «Минский комбинат силикатных изделий»     | 0,52   | 1,00              | 0,12                                      | 0,16              | 0,327                              | 1,00              |

Таблица Л.3. – Результаты рейтинговой оценки инвестиционной привлекательности предприятий

| Наименование предприятия                      | Показатели, характеризующие платежеспособность предприятий |                   |   |                   |                                    |                   |                       |                   |                       |                   |                 | Сводный рейтинг |                 |
|---|--|-------------------|---|-------------------|------------------------------------|-------------------|-----------------------|-------------------|-----------------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|   | Коэффициент текущей ликвидности                            |                   | Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами |                   | Коэффициент абсолютной ликвидности |                   | Коэффициент автономии |                   | Коэффициент автономии |                   | Сводный рейтинг |                 |                 |
|   | значение   | локальный рейтинг | значение  | локальный рейтинг | значение                           | локальный рейтинг | значение              | локальный рейтинг | значение              | локальный рейтинг |                 |                 | Сводный рейтинг |
|   |  |                   |   |                   |                                    |                   |                       |                   |                       |                   |                 |                 |                 |
| ОАО «Белорусский цементный завод»             | 3,74   | 1,00              | 0,73  | 1,00              | 0,01                               | 0,00              | 0,46                  | 0,39              | 0,46                  | 0,39              | 0,429           |                 |                 |
| ОАО «Кричевцементшифер»                       | 1,85   | 0,36              | 0,46  | 0,53              | 0,01                               | 0,00              | 0,35                  | 0,24              | 0,35                  | 0,24              | 0,204           |                 |                 |
| ОАО «Молодечненский завод металлоконструкций» | 0,90   | 0,00              | -0,11   | 0,00              | 0,01                               | 0,00              | 0,67                  | 0,67              | 0,67                  | 0,67              | 0,167           |                 |                 |
| ОАО «Берестройматериалы»                      | 1,28   | 0,05              | 0,22  | 0,12              | 0,03                               | 0,13              | 0,49                  | 0,43              | 0,49                  | 0,43              | 0,387           |                 |                 |
| ОАО «Гомельстекло»                            | 1,08   | 0,00              | 0,07  | 0,00              | 0,01                               | 0,00              | 0,16                  | 0,00              | 0,16                  | 0,00              | 0,050           |                 |                 |
| ОАО «Гомельстройматериалы»                    | 2,56   | 0,76              | 0,61  | 0,79              | 0,12                               | 1,00              | 0,92                  | 1,00              | 0,92                  | 1,00              | 0,812           |                 |                 |
| ОАО «Жермин»                                  | 1,80   | 0,34              | 0,45  | 0,51              | 0,08                               | 0,58              | 0,86                  | 0,91              | 0,86                  | 0,91              | 0,517           |                 |                 |
| ОАО «Красносельск-стройматериалы»             | 3,24   | 1,00              | 0,69  | 0,93              | 0,03                               | 0,15              | 0,62                  | 0,61              | 0,62                  | 0,61              | 0,416           |                 |                 |
| ОАО «Минский завод строительных материалов»   | 2,10   | 0,50              | 0,52  | 0,64              | 0,04                               | 0,22              | 0,62                  | 0,60              | 0,62                  | 0,60              | 0,292           |                 |                 |
| ОАО «Минский комбинат силикатных изделий»     | 1,49   | 0,16              | 0,33  | 0,31              | 0,02                               | 0,10              | 0,80                  | 0,84              | 0,80                  | 0,84              | 0,395           |                 |                 |

Источник: собственная разработка автора.

Применение коэффициента Тобина

| Автор  | Интерпретация коэффициента Тобина  |
|--|--|
| 1  | 2  |
| D. Mueller,<br>E. Reardon,<br>D. Denis,<br>J. McConnell            | Коэффициент Тобина относится к числу наиболее востребованных индикаторов рыночной привлекательности компаний и широко используется в исследованиях как мера успешности деятельности торгуемых публичных компаний. Данный коэффициент в общем виде определяется как соотношение рыночной ценности фирмы и восстановительной стоимости ее активов. Подходы к его вычислению таковы: сравниваться могут как рыночная капитализация фирмы и величина ее чистых активов, так и совокупная рыночная цена акций и облигаций фирмы с восстановительной стоимостью ее активов [161, 162]  |
| E. B. Lindenberg,<br>S. A. Ross,<br>M. Salingcr,<br>W. G. Shepherd | Коэффициент Тобина связывает рыночную стоимость фирмы (измеряемой рыночной ценой ее акций) с восстановительной стоимостью ее активов. Использование индекса Тобина в качестве информации о положении фирмы базируется на гипотезе эффективного финансового рынка. К преимуществам использования этого показателя относится то, что он позволяет избежать проблемы оценки нормы доходности и предельных издержек для отрасли. Многочисленные исследования установили, что коэффициент $q$ в среднем довольно устойчив во времени, а фирмы с высоким его значением обычно обладают уникальными факторами производства или выпускают уникальные товары, то есть для этих фирм характерно наличие монопольной ренты. Фирмы с небольшими значениями $q$ действуют в конкурентных или регулируемых отраслях [163, 164]   |
| K. Chung,<br>S. A. Pruitt  | К. Чанг и С. Пруитт, комментируя работу Е. Линденберга и С. Росса, указывали, что предложенные ими вычисления, необходимые для расчета коэффициента Тобина, «настолько сложны, что маловероятно, что даже самые преданные делу аналитики хотя бы даже предпримут попытку их произвести». Поэтому данный показатель так мало используется менеджментом для принятия решений в реальных условиях. Из-за этих трудностей, связанных с наличием необходимых данных, предпринимались попытки найти способ приближенного вычисления значения этого коэффициента. Например, в работе К. Чанга и С. Пруитта представлен подход к вычислению показателя результативности, основанного на данных, которые можно найти в доступных базах, как-то: величина рыночной капитализации компании, оценка долгосрочной задолженности, балансовая стоимость запасов, величина оборотных активов и текущих обязательств и балансовая стоимость всех активов. Кроме того, такой подход дает возможность использовать балансовую оценку долгосрочной задолженности и привилегированных акций в случае отсутствия рыночных данных [166] |

Продолжение приложения М

| 1   | 2   |
|---|---|
| В. Hall,<br>Р. Megna,<br>М. Klock                         | Коэффициент Тобина широко применяется в исследованиях, изучающих влияние таких нематериальных активов, как вложения в НИОКР и расходы на рекламу [167, 168]   |
| А. Л. Гапоненко,<br>Т. М. Орлова                          | Интеллектуальный капитал есть форма капитализации интеллектуального потенциала, а ценность интеллектуального капитала выводится с помощью коэффициента Тобина (отношение рыночной стоимости компании к ее балансовой стоимости) [169]   |
| Д. Э. Кротова   | Оценивать инвестиционную привлекательность транспортной компании следует на основе показателя – коэффициента Тобина, который является аналитическим коэффициентом. Использование коэффициента Тобина целесообразно в случае применения метода оценки эффективности управления собственными и заемными средствами [170]  |
| Б. А. Райзберг,<br>Л. С. Лозовский,<br>Е. Б. Стародубцева | Для интегральной финансовой оценки величины интеллектуального капитала в западной экономической литературе, а также в практике деятельности многих компаний применяется коэффициент Тобина. Под ним понимается отношение рыночной цены компании к цене замещения ее реальных активов (зданий, сооружений, оборудования и запасов) [1]   |
| Я. С. Выдрина   | Используемая на практике финансовая отчетность дает весьма ограниченное представление о реальной экономической ситуации в компании, слабо отражает информацию о потенциале ее роста и не раскрывает сведения о том, насколько эффективно предприятие использует свои ресурсы, активы и возможности для получения экономических выгод в будущем, в результате чего реальная стоимость большинства компаний существенно отличается от их балансовой стоимости, что может быть выражено количественно через коэффициент Тобина [171] |
| Г. И. Ханин   | Используя методологию Тобина и метод определения издержек возмещения по восстановительной стоимости, можно рассчитать коэффициент отношения рыночной оценки капитала и издержек его возмещения для металлургической отрасли российской экономики и определить степень эффективности капиталовложений в отечественную промышленность [172]   |
| Д. Ю. Щербakov  | Применительно к российским компаниям проанализировано влияние степени международной диверсификации компаний на развивающихся рынках капитала на долгосрочную эффективность компаний, определенную коэффициентом $Q$ Тобина. Показатель $Q$ Тобина характеризует перспективы роста компании с учетом ожиданий инвесторов, ориентированных на создание стоимости [173]  |

| 1  | 2   |
|--|---|
| A. de Jong,<br>R. van Dijk                 | <p>Коэффициент Тобина рассчитывается как отношение рыночной капитализации корпорации к совокупной стоимости ее активов. Значение данной величины принято рассматривать по шкале меньше единицы и больше единицы. Показатель, по результатам которого рыночная капитализация превышает стоимость ее имущества, указывает на отсутствие или незначительное влияние агентских конфликтов на деятельность компании, и наоборот, коэффициент Тобина, менес единицы, говорит о наличии агентских затрат, т.к. управленческие решения менеджеров не приводят к увеличению стоимости акционерного капитала [174]</p>  |
| Е. Н. Мельтени-<br>сова,<br>С. В. Бекарева | <p>Выбор коэффициента <math>q</math>-Тобина в качестве результирующего показателя инвестиционного потенциала был обусловлен следующим:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Коэффициент <math>q</math>-Тобина отражает инвестиционный потенциал компаний электроэнергетики за счет сопоставления рыночной и балансовой стоимости активов. В случае если дополнительная единица активов увеличивает стоимость компании на величину большую, чем расходы на приобретение данных активов, то инвестиции компании можно считать эффективными.</li> <li>2. Чем выше инвестиционный потенциал, тем большую величину капитальных затрат можно ожидать. Для определения целесообразности использования коэффициента <math>q</math>-Тобина в качестве показателя инвестиционного потенциала был проведен корреляционный анализ между данным показателем и капитальными затратами на модернизацию и приобретение активов (capital expenditure) для американских компаний электроэнергетики. В результате, корреляция оказалась значимой.</li> <li>3. Расчет коэффициента <math>q</math>-Тобина хорошо обеспечен статистическими данными. Для расчета <math>q</math>-Тобина достаточно данных, которые представлены в ежеквартальных отчетах российских компаний электроэнергетики, а также котировок акций на бирже [175]</li> </ol> |

*Источник:* собственная разработка на основе изучения специальной экономической литературы [1, 161–164, 166–175].

## Рейтинг странового риска ICRG (International Country Risk Guide)

| Rank in 07/16 | Country              | Composite Risk Rating 07/16 | Composite Risk Rating 08/15 | 07/16 versus 08/15 | Rank in 08/15 |
|---------------|----------------------|-----------------------------|-----------------------------|--------------------|---------------|
| 1             | 2                    | 3                           | 4                           | 5                  | 6             |
| 1             | Switzerland          | 88,5                        | 88,5                        | 0,0                | 1             |
| 2             | Norway               | 88,0                        | 87,0                        | 1,0                | 2             |
| 3             | Luxembourg           | 87,0                        | 85,5                        | 1,5                | 3             |
| 4             | Singapore            | 86,3                        | 85,3                        | 1,0                | 4             |
| 5             | Sweden               | 86,0                        | 84,5                        | 1,5                | 5             |
| 6             | Germany              | 85,0                        | 83,8                        | 1,3                | 6             |
| 7             | New Zealand          | 83,3                        | 80,8                        | 2,5                | 16            |
| 8             | Taiwan               | 83,0                        | 82,8                        | 0,3                | 8             |
| 9             | Canada               | 82,8                        | 79,8                        | 3,0                | 21            |
| 10            | Korea, Republic      | 82,5                        | 80,3                        | 2,3                | 18            |
| 10            | Netherlands          | 82,5                        | 80,3                        | 2,3                | 18            |
| 12            | Ireland              | 82,0                        | 81,5                        | 0,5                | 13            |
| 13            | Denmark              | 81,8                        | 81,8                        | 0,0                | 12            |
| 13            | Japan                | 81,8                        | 81,3                        | 0,5                | 14            |
| 15            | Finland              | 81,3                        | 81,0                        | 0,3                | 15            |
| 16            | Hong Kong            | 80,8                        | 80,5                        | 0,3                | 17            |
| 17            | Iceland              | 80,5                        | 82,0                        | -1,5               | 11            |
| 18            | Austria              | 79,5                        | 78,5                        | 1,0                | 23            |
| 18            | Czech Republic       | 79,5                        | 77,5                        | 2,0                | 26            |
| 20            | United States        | 79,3                        | 78,0                        | 1,3                | 24            |
| 21            | Poland               | 78,8                        | 76,3                        | 2,5                | 28            |
| 22            | Australia            | 78,3                        | 75,8                        | 2,5                | 31            |
| 22            | Qatar                | 78,3                        | 82,3                        | -4,0               | 9             |
| 24            | Israel               | 77,8                        | 76,8                        | 1,0                | 27            |
| 24            | United Arab Emirates | 77,8                        | 78,0                        | -0,3               | 24            |
| 26            | Botswana             | 77,5                        | 79,3                        | -1,8               | 22            |
| 26            | Malta                | 77,5                        | 76,3                        | 1,3                | 28            |
| 26            | United Kingdom       | 77,5                        | 82,3                        | -4,8               | 9             |
| 29            | Portugal             | 77,0                        | 74,0                        | 3,0                | 37            |
| 30            | Belgium              | 76,8                        | 75,0                        | 1,8                | 34            |
| 31            | Bahamas              | 76,3                        | 76,0                        | 0,3                | 30            |
| 32            | Lithuania            | 76,0                        | 75,0                        | 1,0                | 34            |
| 33            | Italy                | 75,3                        | 73,0                        | 2,3                | 42            |

Продолжение приложения Н

| 1  | 2                    | 3    | 4    | 5     | 6  |
|----|----------------------|------|------|-------|----|
| 34 | Hungary              | 75,0 | 72,8 | 2,3   | 47 |
| 34 | Philippines          | 75,0 | 73,5 | 1,5   | 39 |
| 36 | Slovakia             | 74,8 | 72,0 | 2,8   | 51 |
| 37 | Chile                | 74,5 | 74,8 | -0,3  | 36 |
| 38 | Latvia               | 74,5 | 73,0 | 1,5   | 42 |
| 38 | Spain                | 74,5 | 73,3 | 1,3   | 41 |
| 40 | Bulgaria             | 74,3 | 70,0 | 4,3   | 56 |
| 40 | Estonia              | 74,3 | 69,3 | 5,0   | 61 |
| 42 | Dominican Republic   | 73,8 | 72,8 | 1,0   | 47 |
| 42 | Malaysia             | 73,8 | 74,0 | -0,3  | 37 |
| 44 | Cyprus               | 73,3 | 68,8 | 4,5   | 65 |
| 45 | Brunei               | 72,8 | 83,8 | -11,0 | 6  |
| 45 | Costa Rica           | 72,8 | 73,0 | -0,3  | 42 |
| 45 | Slovenia             | 72,8 | 68,3 | 4,5   | 70 |
| 48 | Panama               | 72,5 | 73,0 | -0,5  | 42 |
| 49 | France               | 72,3 | 72,3 | 0,0   | 49 |
| 49 | Peru                 | 72,3 | 68,5 | 3,8   | 67 |
| 51 | Iran                 | 72,0 | 67,0 | 5,0   | 80 |
| 51 | Romania              | 72,0 | 69,8 | 2,3   | 58 |
| 53 | China, Peoples' Rep. | 71,5 | 73,0 | -1,5  | 42 |
| 53 | Croatia              | 71,5 | 68,3 | 3,3   | 70 |
| 53 | Vietnam              | 71,5 | 71,5 | 0,0   | 53 |
| 56 | Jamaica              | 71,3 | 71,0 | 0,3   | 54 |
| 57 | Namibia              | 70,8 | 72,3 | -1,5  | 49 |
| 58 | Kuwait               | 70,5 | 80,0 | -9,5  | 20 |
| 59 | Cuba                 | 70,3 | 69,3 | 1,0   | 61 |
| 59 | Guatemala            | 70,3 | 67,8 | 2,5   | 75 |
| 59 | Mongolia             | 70,3 | 63,3 | 7,0   | 96 |
| 59 | Morocco              | 70,3 | 68,0 | 2,3   | 73 |
| 59 | Trinidad & Tobago    | 70,3 | 75,3 | -5,0  | 33 |
| 59 | Uruguay              | 70,3 | 71,8 | -1,5  | 52 |
| 65 | Oman                 | 70,0 | 75,5 | -5,5  | 32 |
| 66 | India                | 69,8 | 69,8 | 0,0   | 58 |
| 67 | Thailand             | 69,5 | 67,8 | 1,8   | 75 |
| 68 | Albania              | 69,3 | 68,0 | 1,3   | 73 |



## Продолжение приложения Н

| 1   | 2                   | 3    | 4    | 5    | 6   |
|-----|---------------------|------|------|------|-----|
| 69  | Saudi Arabia        | 68,0 | 73,5 | -5,5 | 39  |
| 70  | El Salvador         | 67,8 | 66,5 | 1,3  | 83  |
| 70  | Mexico              | 67,8 | 66,3 | 1,5  | 84  |
| 70  | Paraguay            | 67,8 | 68,3 | -0,5 | 70  |
| 73  | Bolivia             | 67,5 | 70,5 | -3,0 | 55  |
| 73  | Colombia            | 67,5 | 64,5 | 3,0  | 90  |
| 73  | Honduras            | 67,3 | 66,0 | 1,3  | 85  |
| 73  | Russia              | 67,3 | 60,0 | 7,3  | 117 |
| 77  | Serbia              | 67,0 | 62,5 | 4,5  | 100 |
| 78  | Greece              | 66,8 | 67,5 | -0,8 | 78  |
| 79  | Zambia              | 66,5 | 67,0 | -0,5 | 80  |
| 80  | Bangladesh          | 66,3 | 65,3 | 1,0  | 87  |
| 81  | Bahrain             | 65,8 | 69,0 | -3,3 | 63  |
| 81  | Indonesia           | 65,8 | 63,8 | 2,0  | 93  |
| 81  | South Africa        | 65,8 | 67,3 | -1,5 | 79  |
| 84  | Nicaragua           | 65,0 | 64,8 | 0,3  | 89  |
| 85  | Brazil              | 64,8 | 64,0 | 0,8  | 92  |
| 85  | Ghana               | 64,8 | 63,5 | 1,3  | 94  |
| 85  | Sri Lanka           | 64,8 | 67,8 | -3,0 | 75  |
| 88  | Guinea-Bissau       | 64,5 | 61,0 | 3,5  | 111 |
| 89  | Madagascar          | 64,5 | 60,8 | 3,8  | 112 |
| 90  | Congo, Republic     | 64,3 | 69,0 | -4,8 | 63  |
| 90  | Guyana              | 64,3 | 63,5 | 0,8  | 94  |
| 90  | Jordan              | 64,3 | 68,5 | -4,3 | 67  |
| 93  | Mali                | 64,0 | 60,5 | 3,5  | 113 |
| 94  | Cameroon            | 63,8 | 63,0 | 0,8  | 98  |
| 94  | Gabon               | 63,8 | 68,8 | -5,0 | 65  |
| 94  | Senegal             | 63,8 | 62,0 | 1,8  | 108 |
| 94  | Tanzania            | 63,8 | 59,8 | 4,0  | 119 |
| 94  | Tunisia             | 63,8 | 65,3 | -1,5 | 87  |
| 99  | Burkina Faso        | 63,5 | 62,3 | 1,3  | 103 |
| 99  | Cote d'Ivoire       | 63,3 | 62,5 | 0,8  | 100 |
| 99  | Turkey              | 63,3 | 60,3 | 3,0  | 115 |
| 102 | Argentina           | 62,8 | 66,0 | -3,3 | 85  |
| 102 | Pakistan            | 62,8 | 60,5 | 2,3  | 113 |
| 102 | Papua<br>New Guinea | 62,8 | 69,8 | -7,0 | 58  |
| 105 | Armenia             | 62,5 | 61,5 | 1,0  | 109 |
| 105 | Kenya               | 62,5 | 62,3 | 0,3  | 103 |
| 107 | Myanmar             | 62,3 | 63,0 | -0,8 | 98  |
| 108 | Suriname            | 61,8 | 70,0 | -8,3 | 56  |
| 109 | Gambia              | 61,3 | 62,3 | -1,0 | 103 |

Окончание приложения Н

| 1   | 2                       | 3    | 4    | 5     | 6   |
|-----|-------------------------|------|------|-------|-----|
| 109 | Kazakhstan              | 61,3 | 66,8 | -5,5  | 82  |
| 111 | Lebanon                 | 61,0 | 63,3 | -2,3  | 96  |
| 111 | Togo                    | 61,0 | 62,5 | -1,5  | 100 |
| 113 | Algeria                 | 60,5 | 64,3 | -3,8  | 91  |
| 113 | Uganda                  | 60,5 | 59,0 | 1,5   | 121 |
| 115 | Belarus                 | 60,3 | 57,0 | 3,3   | 126 |
| 115 | Moldova                 | 60,3 | 61,3 | -1,0  | 110 |
| 117 | Azerbaijan              | 60,0 | 68,5 | -8,5  | 67  |
| 117 | Ecuador                 | 60,0 | 62,3 | -2,3  | 103 |
| 119 | Ukraine                 | 59,8 | 54,5 | 5,3   | 130 |
| 120 | Ethiopia                | 58,5 | 60,0 | -1,5  | 117 |
| 120 | Nigeria                 | 58,5 | 59,0 | -0,5  | 121 |
| 122 | Egypt                   | 57,3 | 59,5 | -2,3  | 120 |
| 123 | Haiti                   | 57,0 | 58,0 | -1,0  | 124 |
| 124 | Iraq                    | 56,5 | 58,3 | -1,8  | 123 |
| 125 | Congo,<br>Dem. Republic | 56,0 | 56,3 | -0,3  | 127 |
| 125 | Korea, D.P.R.           | 56,0 | 55,8 | 0,3   | 128 |
| 127 | Malawi                  | 55,8 | 57,5 | -1,8  | 125 |
| 127 | Zimbabwe                | 55,8 | 55,3 | 0,5   | 129 |
| 129 | Angola                  | 55,3 | 62,3 | -7,0  | 103 |
| 130 | Niger                   | 53,8 | 49,5 | 4,3   | 137 |
| 130 | Sierra Leone            | 53,8 | 60,3 | -6,5  | 115 |
| 132 | Liberia                 | 53,0 | 50,5 | 2,5   | 135 |
| 133 | Yemen,<br>Republic      | 50,5 | 54,0 | -3,5  | 132 |
| 134 | Libya                   | 50,0 | 50,0 | 0,0   | 136 |
| 134 | Mozambique              | 50,0 | 54,5 | -4,5  | 130 |
| 136 | Sudan                   | 48,5 | 46,5 | 2,0   | 138 |
| 137 | Guinea                  | 47,5 | 51,8 | -4,3  | 134 |
| 138 | Syria                   | 46,8 | 35,8 | 11,0  | 140 |
| 139 | Somalia                 | 41,5 | 41,5 | 0,0   | 139 |
| 140 | Venezuela               | 41,0 | 52,0 | -11,0 | 133 |

Источник: <http://epub.prsgroup.com/icrg-tables>.

**Рейтинг страновой инвестиционной привлекательности  
BDO International в 2016 году**

| Страна               | Индекс |
|----------------------|--------|
| 1                    | 2      |
| Singapore            | 82,85  |
| Hong Kong            | 82,13  |
| Switzerland          | 78,90  |
| Norway               | 77,46  |
| Australia            | 77,19  |
| Denmark              | 76,73  |
| New Zealand          | 75,22  |
| Ireland              | 75,04  |
| Sweden               | 74,84  |
| Canada               | 74,64  |
| USA                  | 74,06  |
| Belgium              | 73,72  |
| Netherlands          | 73,34  |
| Finland              | 72,95  |
| Great Britain        | 72,60  |
| Qatar                | 71,97  |
| Austria              | 71,93  |
| Iceland              | 71,47  |
| Germany              | 70,82  |
| United Arab Emirates | 68,20  |
| Japan                | 67,07  |
| France               | 66,00  |
| Chile                | 65,43  |
| Taiwan               | 65,21  |
| Cyprus               | 65,13  |
| Malta                | 64,90  |
| Israel               | 64,31  |
| South Korea          | 63,66  |
| Spain                | 63,37  |

Продолжение приложения II

|                     |       |
|---------------------|-------|
| Czech Republic      | 63,37 |
| Estonia             | 63,32 |
| Slovenia            | 63,31 |
| Brunci Darussalam   | 62,91 |
| Bahrain             | 62,63 |
| Barbados            | 61,02 |
| Poland              | 60,47 |
| Uruguay             | 60,45 |
| Italy               | 60,40 |
| Hungary             | 60,18 |
| Slovakia            | 60,04 |
| Mauritius           | 60,03 |
| Portugal            | 59,85 |
| Oman                | 59,83 |
| Lithuania           | 59,79 |
| Malaysia            | 59,19 |
| Bahamas             | 59,15 |
| Kuwait              | 59,10 |
| Georgia             | 58,84 |
| Latvia              | 58,49 |
| Saudi Arabia        | 58,44 |
| Samoa               | 58,41 |
| Saint Lucia         | 58,32 |
| Costa Rica          | 57,63 |
| Bulgaria            | 57,26 |
| Montenegro          | 57,24 |
| Romania             | 56,81 |
| Croatia             | 55,96 |
| Botswana            | 55,07 |
| Armenia             | 54,37 |
| Trinidad and Tobago | 53,88 |
| Panama              | 53,70 |
| Mexico              | 53,61 |
| Peru                | 53,54 |

Продолжение приложения П

| 1                      | 2     |
|------------------------|-------|
| Belize                 | 53,43 |
| Jordan                 | 53,38 |
| Greece                 | 53,35 |
| Turkey                 | 52,79 |
| Macedonia              | 52,57 |
| Bosnia and Herzegovina | 52,16 |
| Jamaica                | 52,16 |
| Colombia               | 52,13 |
| Vanuatu                | 51,77 |
| Kazakhstan             | 51,45 |
| El Salvador            | 51,39 |
| Thailand               | 51,35 |
| Albania                | 51,25 |
| Brazil                 | 50,85 |
| Azerbaijan             | 50,52 |
| Cape Verde             | 50,50 |
| Namibia                | 50,36 |
| Serbia                 | 50,16 |
| Mongolia               | 50,14 |
| Tunisia                | 49,89 |
| Kosovo                 | 49,84 |
| Dominican Republic     | 49,41 |
| Ghana                  | 49,03 |
| Sri Lanka              | 48,92 |
| Suriname               | 48,80 |
| South Africa           | 48,45 |
| Fiji                   | 48,31 |
| Paraguay               | 48,16 |
| Argentina              | 48,15 |
| Rwanda                 | 47,95 |
| Moldova                | 47,88 |
| Vietnam                | 47,62 |

Продолжение приложения II

| 1                     | 2     |
|-----------------------|-------|
| Guatemala             | 47,53 |
| China                 | 47,45 |
| Kyrgyz Republic       | 47,13 |
| Nicaragua             | 47,10 |
| Bhutan                | 47,06 |
| Gabon                 | 47,02 |
| Philippines           | 46,95 |
| Morocco               | 46,91 |
| Russia                | 46,86 |
| Indonesia             | 46,44 |
| Lebanon               | 46,33 |
| Madagascar            | 46,30 |
| Honduras              | 46,24 |
| Ukraine               | 46,18 |
| Maldives              | 46,05 |
| Egypt                 | 45,79 |
| Guyana                | 45,73 |
| Papua New Guinea      | 45,24 |
| Uganda                | 45,00 |
| Belarus               | 44,87 |
| Solomon Islands       | 44,42 |
| Ecuador               | 44,40 |
| Zambia                | 44,39 |
| Tanzania              | 44,27 |
| Cambodia              | 44,08 |
| Senegal               | 43,76 |
| Burkina Faso          | 43,65 |
| Algeria               | 43,60 |
| Swaziland             | 43,47 |
| Iraq                  | 43,42 |
| Benin                 | 43,37 |
| Sao Tome and Principe | 43,05 |

## Продолжение приложения П

| 1                 | 2     |
|-------------------|-------|
| Timor-Leste       | 42,78 |
| Malawi            | 42,69 |
| Lao               | 42,44 |
| India             | 42,39 |
| Bolivia           | 42,34 |
| Tajikistan        | 42,17 |
| Bangladesh        | 41,67 |
| Lesotho           | 41,11 |
| Niger             | 40,65 |
| Gambia            | 40,61 |
| Yemen             | 40,60 |
| Usbekistan        | 40,30 |
| Mozambique        | 39,73 |
| Mali              | 39,50 |
| Liberia           | 39,39 |
| Kenya             | 38,69 |
| Equatorial Guinea | 38,59 |
| Pakistan          | 37,89 |
| Burundi           | 37,87 |
| Ivory Coast       | 37,66 |
| Nepal             | 37,51 |
| Togo              | 37,48 |
| Iran              | 37,27 |
| Sierra Leone      | 36,99 |
| Mauritania        | 36,88 |
| Nigeria           | 36,86 |
| Haiti             | 36,62 |
| Ethiopia          | 36,57 |
| Congo             | 36,35 |
| Venezuela         | 35,88 |
| Cameroon          | 35,87 |



Окончание приложения П

| 1                                | 2     |
|----------------------------------|-------|
| Libya                            | 35,84 |
| Angola                           | 35,73 |
| Guinea                           | 35,04 |
| Djibouti                         | 34,64 |
| Guinea-Bissau                    | 34,62 |
| Central African Republic         | 34,53 |
| Comoros                          | 34,27 |
| Turkmenistan                     | 33,98 |
| Myanmar                          | 33,82 |
| Chad                             | 32,76 |
| Sudan                            | 32,45 |
| Eritrea                          | 32,42 |
| Zimbabwe                         | 30,92 |
| Afghanistan                      | 29,23 |
| Nordkorea                        | 29,17 |
| Democratic Republic of the Congo | 26,63 |

Источник: <http://www.bdo-ibc.com>.

## Построение интегрального показателя инвестиционной привлекательности отраслей промышленности

### 1. Отбор частных показателей

Проблема отбора частных показателей инвестиционной привлекательности отрасли многоаспектна. Так, например, подход к оценке отраслевой инвестиционной привлекательности, предлагаемый в диссертации М. А. Шемчук, предполагает деление частных факторных показателей на следующие группы [127, с. 97–98]:

- доходность в отрасли (динамика показателей рентабельности, коэффициент текущей ликвидности, коэффициент автономии);
- конкурентоспособность отрасли (динамика числа конкурентоспособных предприятий, динамика среднего числа внедренных инноваций, степень износа основных средств);
- перспективность развития отрасли (динамика роста соотношения объема отраслевого производства и ВВП страны, динамика доли убыточных предприятий, соответствие нормативу коэффициента обеспеченности собственными оборотными средствами, соответствие стадии развития отрасли требованиям инвесторов, наличие поддержки, инвестиций, льготного кредитования со стороны государства);
- среднеотраслевые риски (коэффициент вариации показателей рентабельности в разрезе отдельных предприятий отрасли);
- срок окупаемости вложений (соответствие срока окупаемости требованиям инвесторов).

В зависимости от фактического состояния оцениваемого фактора инвестиционной привлекательности ему присваивается балл от 0 до 2.

Интегральный показатель инвестиционной привлекательности определяется путем суммирования взвешенных баллов.

Весомость факторов определяется экспертами.

Положительные стороны методики – рассмотрение большинства факторных показателей в динамике, а также учет некоторых требований инвесторов. Однако принятая группировка показателей является не совсем корректной (коэффициенты текущей ликвидности и автономии нельзя отнести к показателям доходности), под сомнение может быть поставлена предла-

гаемая шкала оценки степени износа основных средств (при уровне износа более 40% присваивается 0 баллов). Кроме того, многие ключевые показатели базируются на экспертных оценках, а использование динамических показателей не позволяет избежать искажающего влияния «низкой базы».

С учетом проведенного анализа литературных источников, а также доступности статистических данных в предварительный перечень частных показателей инвестиционной привлекательности отраслей промышленности включены:

1) показатели прибыльности деятельности отрасли (рентабельность активов, рентабельность продукции, коэффициент оборачиваемости оборотных средств, удельный вес прибыльных организаций);

2) показатели финансового состояния отрасли (коэффициент текущей ликвидности, коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами, соотношение денежных средств к просроченной кредиторской задолженности, коэффициент автономии);

3) показатели перспективности развития отрасли (индекс промышленного производства, удельный вес продукции отрасли в общем объеме промышленного производства, удельный вес собственных средств в общем объеме инвестиций в основной капитал).

Уровень моментных показателей принимается по состоянию на конец года. В качестве исследуемой совокупности приняты 9 отраслей промышленности, информация о результатах деятельности которых представлена в официальных изданиях Национального статистического комитета Республики Беларусь. Временной период расчетов – с 2006 по 2010 год.

Предварительный перечень частных показателей скорректирован с учетом наличия значимой мультиколлинеарности по значению коэффициента парной корреляции (в качестве критической границы принято 0,7 [155]). По всем годам исследуемого периода данное значение не выдерживается по показателям рентабельности активов и рентабельности продукции. Из предварительного перечня исключен показатель рентабельности активов, поскольку стоимостная оценка активов подвержена существенным деформациям под влиянием переоценки.

По аналогичным причинам (значимая мультиколлинеарность наблюдается по отдельным годам исследуемого периода) исключены коэффициент текущей ликвидности, коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами, удельный вес собственных средств в общем объеме инвестиций в основной капитал.

## 2. Расчет интегрального показателя инвестиционной привлекательности

Аналогично методическому подходу, принятому в работе И. Ройзмана и И. Гришиной «Сложившаяся и перспективная инвестиционная привлекательность крупнейших отраслей российской промышленности» [194], для свода частных показателей воспользуемся методом многомерной средней.

Формула определения интегрального показателя инвестиционной привлекательности каждой отрасли выглядит следующим образом:

$$M_j = \frac{\sum_{i=1}^n k_i \frac{P_{ij}}{\bar{P}_i}}{\sum_{i=1}^n k_i}, \quad (\text{P.1})$$

где  $M_j$  – интегральный уровень инвестиционной привлекательности отрасли, сопоставимый со средним уровнем по рассматриваемым отраслям, принятым за единицу;

$j = 1, \dots, m$  – рассматриваемые отрасли ( $m$  – количество отраслей промышленности, принимаемых для рассмотрения,  $m = 9$ );

$i = 1, \dots, n$  – сводимые частные показатели ( $n$  – количество сводимых показателей);

$k_i$  – весовой коэффициент  $i$ -го показателя;

$P_{ij}$  – числовое значение  $i$ -го показателя по  $j$ -й отрасли;

$\bar{P}_i$  – числовое значение  $i$ -го показателя в среднем по рассматриваемым отраслям;

$\frac{P_{ij}}{\bar{P}_i}$  – стандартизованное (нормализованное) числовое значение

$i$ -го показателя по  $j$ -й отрасли.

По вышеуказанным причинам для всех показателей применяются одинаковые весовые коэффициенты, равные единице. Поэтому преобразованная формула (P.1) будет выглядеть следующим образом:

$$M_j = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{P_{ij}}{\bar{P}_i}}{n}, \quad (\text{P.2})$$

После исключения из первичного перечня четырех показателей, имеющих значимую мультиколлинеарность,  $n$  принимает значение, равное 7 ( $n = 7$ ). Итоги расчета представлены в таблице P.1.

Таблица Р.1. – Значения интегрального показателя инвестиционной привлекательности отраслей промышленности

| Отрасли промышленности  | Годы |      |      |      |      |
|---|------|------|------|------|------|
|   | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
| Электроэнергетика   | 0,82 | 0,84 | 0,83 | 0,90 | 0,78 |
| Топливная промышленность  | 2,24 | 1,83 | 1,87 | 2,26 | 2,01 |
| Черная металлургия  | 0,83 | 1,03 | 0,86 | 0,70 | 0,87 |
| Химическая и нефтехимическая промышленность                       | 1,16 | 1,14 | 1,42 | 1,08 | 1,12 |
| Машиностроение и металлообработка                                 | 1,02 | 1,10 | 1,02 | 0,97 | 1,06 |
| Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная промышленность | 0,65 | 0,72 | 0,69 | 0,66 | 0,73 |
| Промышленность строительных материалов                            | 0,81 | 0,84 | 0,89 | 0,79 | 0,69 |
| Легкая промышленность   | 0,62 | 0,63 | 0,64 | 0,73 | 0,75 |
| Пищевая промышленность  | 0,84 | 0,86 | 0,78 | 0,91 | 0,98 |

*Источник:* собственная разработка автора.

Как видно из таблицы, значения интегрального показателя варьируются от 0,62 по легкой промышленности в 2006 году до 2,26 по топливной промышленности в 2009 году.

Согласно принятому методическому подходу для установления обоснованности принятия отобранных частных показателей проведем оценку степени тесноты корреляционной связи между полученными значениями интегрального показателя инвестиционной привлекательности и инвестиционной активностью в соответствующих отраслях.

### 3. Оценка зависимости между отраслевой инвестиционной привлекательностью и инвестиционной активностью

В работе И. Ройзмана и И. Гришиной «Сложившаяся и перспективная инвестиционная привлекательность крупнейших отраслей российской промышленности» [194] степень зависимости инвестиционной активности от инвестиционной привлекательности оценивается с помощью линейного коэффициента корреляции. При этом в качестве результирующего показателя инвестиционной активности может использоваться как темповый, так и среднедушевой уровень инвестиций в основной капитал [194]. Для целей проводимого анализа более целесообразным представляется применение среднедушевого показателя (инвестиции в основной капитал на одного работника в год). Статистические данные за анализируемый период приведены в таблице Р.2.

В таблице Р.2 представлены также значения линейного коэффициента корреляции между рассчитанными значениями интегрального показателя инвестиционной привлекательности и величиной инвестиций в основной капитал, приходящихся на одного работника.

Таблица Р.2. – Инвестиции в основной капитал на одного работника, млн руб.

| Отрасли промышленности  | Годы |      |      |       |       |
|---|------|------|------|-------|-------|
|   | 2006 | 2007 | 2008 | 2009  | 2010  |
| Электроэнергетика   | 15,9 | 19,0 | 27,8 | 30,0  | 44,9  |
| Топливная промышленность  | 47,9 | 59,1 | 86,9 | 109,2 | 112,7 |
| Черная металлургия  | 29,0 | 30,2 | 16,2 | 18,1  | 14,1  |
| Химическая и нефтехимическая промышленность                       | 11,2 | 13,1 | 18,2 | 18,2  | 20,9  |
| Машиностроение и металлообработка                                 | 1,9  | 2,8  | 4,1  | 4,0   | 4,7   |
| Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная промышленность | 2,9  | 4,0  | 4,9  | 4,6   | 10,5  |
| Промышленность строительных материалов                            | 3,1  | 5,9  | 12,3 | 16,8  | 25,9  |
| Легкая промышленность   | 1,0  | 1,2  | 2,0  | 3,1   | 3,5   |
| Пищевая промышленность  | 6,2  | 8,1  | 10,9 | 11,3  | 13,1  |
| Линейный коэффициент корреляции                                   | 0,81 | 0,86 | 0,84 | 0,95  | 0,83  |

*Источник:* собственная разработка автора.

По шкале Чеддока [155] в 2006–2008 годах и 2010 году степень тесноты корреляционной связи оценивается как высокая, а в 2009 – очень высокая. Все это свидетельствует о том, что полученный интегральный показатель позволяет достаточно достоверно оценить уровень инвестиционной привлекательности отраслей промышленности.

#### 4. Интерпретация полученных результатов

Для установления соответствия полученных количественных значений интегрального показателя качественным оценкам уровня инвестиционной привлекательности используем стандартный пятиуровневый классификатор. С учетом специфики метода многомерной средней и полученных расчетных значений интегрального показателя шкалу значений интегрального показателя  $M_j$  представляется целесообразным принять линейной с шагом 0,4 (таблица Р. 3).

Таблица Р.3. – Значения интегрального показателя и уровень инвестиционной привлекательности отраслей промышленности

|  |              |            |            |            |               |
|--|--------------|------------|------------|------------|---------------|
| Приятный интервал значений $M_j$         | [0; 0,4)     | [0,4; 0,8) | [0,8; 1,2) | [1,2; 1,6) | более 1,6     |
| Уровень инвестиционной привлекательности | очень низкий | низкий     | средний    | высокий    | очень высокий |

Источник: собственная разработка автора.

Как видим, данные таблицы Р.3 достаточно объективно отражают зависимость уровня инвестиционной привлекательности от значений интегрального показателя, так как предлагаемая линейная шкала симметрична единице.

Характеристика уровней инвестиционной привлекательности отраслей промышленности, согласно принятой шкале, представлена в таблице Р.4.

Таблица Р.4. – Уровень инвестиционной привлекательности отраслей промышленности

| Отрасли промышленности  | Годы          |               |               |               |               |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|   | 2006          | 2007          | 2008          | 2009          | 2010          |
| Электроэнергетика   | средний       | средний       | средний       | средний       | низкий        |
| Топливная промышленность  | очень высокий | очень высокий | очень высокий | очень высокий | очень высокий |
| Черная металлургия  | средний       | средний       | средний       | низкий        | средний       |
| Химическая и нефтехимическая промышленность                       | средний       | средний       | высокий       | средний       | средний       |
| Машиностроение и металлообработка                                 | средний       | средний       | средний       | средний       | средний       |
| Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная промышленность | низкий        | низкий        | низкий        | низкий        | низкий        |
| Промышленность строительных материалов                            | средний       | средний       | средний       | низкий        | низкий        |
| Легкая промышленность   | низкий        | низкий        | низкий        | низкий        | низкий        |
| Пищевая промышленность  | средний       | средний       | низкий        | средний       | средний       |



**Различные подходы  
к определению категории «финансовый механизм»**

| Автор / Источник   | Определение   |
|--|---|
| 1  | 2   |
| А. Г. Грязнова<br>[65]   | «Финансовый механизм – составная часть хозяйственного механизма, представленная совокупностью видов и форм организации финансовых отношений, условий и методов исчисления, применяемых при формировании финансовых ресурсов, образовании и использовании денежных фондов целевого назначения»   |
| А. М. Литовских,<br>И. К. Шевченко<br>[63]                       | «Финансовый механизм – совокупность форм организации финансовых отношений, методов (способов) формирования и использования финансовых ресурсов, применяемых обществом в целях создания благоприятных условий для экономического и социального развития общества. В соответствии со структурой финансовой системы финансовый механизм подразделяется на финансовый механизм предприятий (организаций, учреждений), страховой механизм, бюджетный механизм и т.д. В каждом из них согласно функциональному назначению можно выделить такие звенья: мобилизацию финансовых ресурсов, финансирование, стимулирование и др.» |
| Б. А. Райзберг,<br>Л. Ш. Лозовский,<br>Е. Б. Стародубцева<br>[1] | «Финансовый механизм – составная часть хозяйственного механизма, совокупность финансовых стимулов, рычагов, инструментов, форм и способов регулирования экономических процессов и отношений. Финансовый механизм включает, прежде всего, цены, налоги, пошлины, льготы, штрафы, санкции, дотации, субсидии, банковский кредитный и депозитный процент, учетную ставку, тарифы»  |
| Г. М. Гукасян<br>[194]   | «Финансовый механизм – система форм и методов осуществления финансовых операций, регулируемая государством»   |
| А. Б. Борисов<br>[195]   | «Финансовый механизм – элемент всего хозяйственного механизма, совокупность финансовых инструментов, рычагов, форм и способов регулирования экономических процессов. Финансовый механизм включает в себя цены, налоги, пошлины, льготы, штрафы, санкции, дотации, субсидии, банковский кредитный и депозитный процент, учетную ставку, тарифы»  |

Окончание приложения С

| 1                              | 2  |
|--------------------------------|--|
| В. М. Родионова<br>[55, с. 66] | «Финансовый механизм – совокупность видов, форм организации финансовых отношений, специфических методов формирования и использования финансовых ресурсов и способов их количественного определения»  |
| Г. Б. Поляк<br>[196]           | «Финансовый механизм – совокупность форм организации финансовых отношений, методов (способов) формирования и использования финансовых ресурсов, применяемых обществом в целях создания благоприятных условий для экономического и социального развития»  |
| С. В. Барулин<br>[197, с. 82]  | «Финансовый механизм – совокупность элементов, форм, методов и инструментов формирования и использования финансовых ресурсов, публичных и частнохозяйственных доходов, призванная обеспечить полноценное функционирование системы финансов и реализации финансовой политики государства (муниципальных образований) и хозяйствующих субъектов» |

*Источник:* собственная разработка на основе изучения специальной экономической литературы [1, 55, 63, 65, 194–197].

*Научное издание*

**БОСЛОВЯК Сергей Васильевич**

**ФИНАНСОВЫЙ АСПЕКТ  
ФОРМИРОВАНИЯ И ИСПОЛЬЗОВАНИЯ  
ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОТЕНЦИАЛА ОРГАНИЗАЦИИ**

Редактор Р. Н. Авласенок

Дизайн обложки Н. В. Рожко

Подписано в печать 28.12.2018. Формат 60 × 84<sup>1</sup>/<sub>16</sub>.

Бумага офсетная. Ризография.

Усл. печ. л. 11,16. Уч.-изд. л. 10,46. Тираж 100 экз. Заказ 1476.

Издатель и полиграфическое исполнение –  
учреждение образования «Полоцкий государственный университет».

Свидетельство о государственной регистрации издателя,  
зготовителя, распространителя печатных изданий № 1/305 от 22.04.2014.

ЛП № 02330/278 от 08.05.2014.

ул. Блохина, 29, 211440, г. Новополоцк.