

ля отклонений от заданных критериев развития предприятия в окружающей среде на уровне стратегического и операционного управления.

Привычный способ оценки деятельности промышленного предприятия, основанный только на анализе динамики финансовых показателей, в условиях жёсткой конкуренции не позволяет быстро реагировать на изменяющуюся рыночную ситуацию. Использование стратегической карты и сбалансированной системы показателей в качестве инструментов адаптивного управления позволяет оценить промышленное предприятие с точки зрения его основных характеристик: полезности, конкурентоспособности, состоятельности, устойчивости, эффективности, способности к развитию и адаптации. Очевидным преимуществом BSC также является усиление адаптивных свойств системы управления предприятия за счет органического согласования интересов разных групп (механизма целеобразования) – акционеров, потребителей, партнеров, кредиторов и т. д.

Многообразие и сложность промышленных предприятий, а также разнообразие ситуаций не позволяет предложить общую для всех случаев схему процесса адаптивного управления. И всё же можно отметить, что часто под процессом адаптивного управления понимают выявление отклонений от ряда заданных (нормативных) состояний, характеризующихся определенными критериями развития, и действия по возвращению в заданное норма-

тивное состояние при резко изменяющихся внешних условиях.

Научная новизна данного исследования состоит в разработке методических основ совершенствования системы управления промышленного предприятия на основе механизмов адаптации, совершенствовании с учетом состояний системных параметров теоретических и методических основ эффективного управления промышленными предприятиями, использование которых будет способствовать созданию предпосылок для инновационного развития отечественных промышленных предприятий.

Практическая значимость исследования состоит в целесообразности применения его положений и выводов в деятельности промышленных предприятий при формировании политики управления, его основные методические положения и практические рекомендации могут быть использованы предприятиями при разработке стратегии развития и принятии управленческих решений.

Библиографический список

1. Дудчак, В. В. Система адаптивного управления предприятий оборонно-промышленного комплекса : монография / В. В. Дудчак. М. : Вузовская кн., 2005.
2. Скурихин, В. И. Проектирование систем адаптивного управления производством / В. И. Скурихин, В. А. Забродский, Ю. В. Копейченко. Харьков : Вища шк., 1984.

G. S. Mihalev, V. A. Skvortsova

MANAGEMENT SYSTEM PERFECTION OF THE INDUSTRIAL ENTERPRISE ON THE BASIS OF ADAPTATION MECHANISMS

Process of adaptive management at the industrial enterprise is considered. Components of the organizational and economic mechanism of adaptation in management system of the industrial enterprise and its role functions in managerial processes are defined. General approaches, rules and procedures, tools of perfection of management system on the basis of mechanisms of adaptation are offered.

Keywords: management system, adaptive management, mechanisms of adaptation, the organizational and economic mechanism, balanced scorecard.

УДК 330.322

Ю. А. Анищенко, И. А. Логачева

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ПОДХОДОВ К ОЦЕНКЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ

Рассмотрены основные подходы к оценке инвестиционной привлекательности предприятий, указываются их достоинства, недостатки и область применения.

Ключевые слова: инвестиционная привлекательность, оценка, рейтинг, экспертный метод, аналитический метод.

Определение инвестиционной привлекательности предприятия представляет собой процесс всестороннего исследования всех сторон его деятельности с целью объективной оценки достигнутого уровня инвестиционной

привлекательности, изменения его в динамике в сравнении с бизнес-планом и нормативными значениями, под воздействием различных факторов; принятия инвесторами обоснованных управленческих решений по финанси-

рованию инвестиционных проектов, исходя из критериев инвестиционной привлекательности предприятия; улучшения финансового состояния предприятия, повышения его инвестиционной привлекательности и др.

Анализируя отечественные методики оценки инвестиционной привлекательности предприятий, можно сделать вывод, что данное направление инвестиционного анализа еще недостаточно разработано. Кроме того, неверным будет говорить об универсальной методике определения инвестиционной привлекательности предприятия, поскольку отраслевая специфика является очень важным фактором.

Оценка инвестиционной привлекательности предприятия осуществляется двумя основными методами: экспертным и аналитическим (табл. 1) [1]. Экспертный метод базируется на опросах профессиональных участников рынка ценных бумаг и оценке качества корпоративного управления компаниями. Аналитический метод также имеет два подхода к оценке: на основе рыночной капитализации и анализе финансово-экономических показателей.

С 2001 г. рейтинг инвестиционной привлекательности предприятий – эмитентов акций составляется аналитическим отделом Российского информационного агентства «Росбизнесконсалтинг» на основе данных опросов банковских специалистов и профессиональных участников фондового рынка. По условиям проведения опроса эксперты называют не более трех акционерных обществ, акции которых обращаются на фондовом рынке. При подведении итогов эмитентам присваиваются баллы в соответствии с полученными ответами. По сумме набранных баллов определяется итоговый рейтинг, в который входят компании, набравшие наибольшее количество баллов.

Достоинства данной разновидности метода заключаются в ее простоте, оперативности, использовании опыта высокопрофессиональных специалистов.

Недостатками является необъективность экспертных оценок с целью завысить свой и принизить рейтинг конкурента; непреднамеренная субъективность, которую можно назвать некомпетентностью эксперта; ограниченность применения (методика рассчитана на оценку только тех акционерных обществ, акции которых обращаются на организованном рынке ценных бумаг).

Следующая группа методик, основанных на экспертных оценках, характеризует инвестиционную привлекательность предприятия по критерию «качество корпоративного управления». В настоящее время данному ас-

пекту уделяется значительно большее внимание, поскольку 85 % российских инвесторов считают, что уровень корпоративного управления является таким же важным показателем деятельности предприятия, как и его финансовые результаты. Кроме того, существует прямая зависимость между качеством корпоративного управления, эффективностью работы предприятия, его рыночной стоимостью и инвестиционной привлекательностью. В настоящее время широко известны три методики оценки качества корпоративного управления.

Первая методика была разработана Институтом корпоративного права и управления (ИКПУ) под руководством Д. Васильева совместно с группой международных экспертов агентства Blue Ribbon Panel. Оценка российских предприятий осуществлялась по следующим показателям: данным о структуре акционерного капитала, правах акционеров, об отсутствии рисков, о корпоративном окружении компании. Рейтинг присваивался по шкале от ста (самый высокий рейтинг) до нуля. Ежеквартально оценивалась деятельность 100 ведущих российских эмитентов.

Достоинством данной методики является использование только публичной, обязательной к раскрытию, или добровольно раскрываемой информации.

Методика имеет два недостатка: во-первых, поскольку инициатором исследований выступила Ассоциация по защите прав инвесторов, данный рейтинг прежде всего рассматривает качество корпоративного управления с точки зрения мелкого акционера; во-вторых, процедура расчета рейтингового числа ИКПУ не раскрывается.

Следующая методика разработана экспертами одной из крупнейших в России инвестиционной компании Brunswick UBS Warburg. В ее основу положен учет и анализ рисков, с которыми сталкиваются инвесторы при покупке крупного пакета акций предприятия. В ней реально существующие и потенциальные риски, связанные с корпоративным управлением, подразделяются на 8 категорий и 20 факторов. Каждый фактор риска оценивается экспертами с помощью балловой системы (табл. 2).

Чем выше рейтинг той или иной компании по совокупности набранных ею баллов, тем большую степень риска с ней связывают эксперты. По мнению аналитиков Brunswick UBS Warburg, компании, получившие более 35 штрафных баллов, являются чрезвычайно рискованными, а компании с рейтингом ниже 17 штрафных баллов считаются относительно безопасными с точки зрения инвестора.

Таблица 1

Методы и методики оценки инвестиционной привлекательности предприятий

Метод	Разновидности метода	Автор методики
Экспертный	Опросы профессиональных участников рынка ценных бумаг	Российское информационное агентство «Росбизнесконсалтинг»
	Оценка качества корпоративного управления компаниями	Институт корпоративного права и управления
		Инвестиционная компания Brunswick UBS Warburg Рейтинговое агентство Standard & Poor's
Аналитический	Рыночная капитализация предприятия и ее производные	Рейтинговое агентство «Эксперт РА»
	Анализ финансово-экономических показателей	А. Д. Шеремет, Р. С. Сайфулин, Е. В. Пегашев, М. Н. Крейнина, В. В. Ковалев Рейтинговый центр консультационной фирмы АК&М

Достоинство методики в том, что она охватывает практически все виды рисков, связанные с нарушением прав акционеров. Недостатком является ее ориентация на крупнейшие «элитные» промышленные предприятия России, которых не так много.

Заслуживает внимания методика оценки качества корпоративного управления, разработанная рейтинговым агентством международной консалтинговой фирмы Standard & Poor's. Рейтинг составляется экспертами Standard & Poor's путем присваивания соответствующим разделам от нуля до десяти баллов. Общий рейтинг компании рассчитывался как среднее арифметическое между балловыми оценками разделов.

Разделы рейтинга и факторы, по которым осуществляется оценка, размещены на официальном сайте Standard & Poor's в Интернете, что является несомненным преимуществом данной методики (табл. 3).

Недостатком данного рейтинга является то, что консалтинговая фирма Standard & Poor's не учитывает российских особенностей ведения бизнеса (запрашивается множество такой дополнительной информации, которую большинство руководителей считает коммерческой тайной). В связи с этим, по мнению специалистов фондового рынка России, оценка качества корпоративного управления по данной методике не получит широкого распространения.

Сравнение достоинств и недостатков экспертных методов (табл. 4) [1] позволяет сделать вывод, что основными недостатками, ограничивающими более широкое применение экспертных методов при оценке инвестиционной привлекательности предприятий, является их узкая «специализация» под конкретных заказчиков оценки (на-

пример, портфельных или только стратегических инвесторов) и закрытая методика определения коэффициентов весомости факторов.

Кроме того, российская специфика накладывает серьезные ограничения на применение ряда традиционных для западных стран методик. В современных условиях их слепое копирование, как правило, не дает желаемого эффекта и может привести к неправильным выводам.

Группа методик оценки инвестиционной привлекательности предприятий, основанная на аналитическом методе, имеет две разновидности: на основе рыночной капитализации предприятия и на основе финансово-экономических показателей.

Лидером в составлении рейтингов является журнал Forbes, который в своих расчетах учитывает средние за последние 5 лет темпы роста объемов продаж, доходность акций, а также абсолютные значения объемов продаж, чистого дохода и долю прибыли в оценке акций за последний год.

Кроме журналов Fortune и Forbes, регулярные рейтинги составляют газеты Financial Times и Business Week, использующие в качестве основных критериев для оценки инвестиционной привлекательности акций на фондовом рынке ряд коэффициентов, производных от рыночной капитализации компании, таких как «капитализация к выручке от реализации» (английское обозначение – «P/S ratio»), «капитализация к чистой прибыли» (P/E ratio), «капитализация к собственному капиталу» (P/BV ratio) и дивидендный доход» (D/P ratio).

В России рыночная капитализация рассчитывается как произведение количества акций предприятия на рыночную стоимость одной акции по итогам торгов в Российс-

Таблица 2

Категории и факторы риска корпоративного управления, предложенные компанией Brunswick UBS Warburg

№ п/п	Категории риска	Факторы риска	Максимальное количество «штрафных» баллов
1	Непрозрачность	Финансовая отчетность по международным стандартам.	6
		Репутация открытости.	4
		Программа выпуска американских депозитарных расписок (АДР).	2
		Уведомления о собраниях акционеров	2
2	Размывание акционерного капитала	Объявленные, но невыпущенные акции.	7
		Блокирующий пакет акций у портфельных инвесторов.	3
		Наличие защитных мер в уставе	3
3	Банкротство	Просроченная кредиторская задолженность.	5
		Задолженность по расчетам с бюджетом.	5
		Финансовое управление	2
4	Вывод активов	Акционеры с контрольным пакетом акций.	5
		Трансфертное ценообразование	5
5	Слияние / реструктуризация	Слияние.	5
		Реструктуризация	5
6	Инициативы в области корпоративного управления	Состав совета директоров.	3
		Кодекс корпоративного управления.	2
		Наличие иностранного стратегического партнера.	1
		Дивидендная политика	3
7	Ограничения на владение акциями	Ограничение на владение иностранными лицами акциями или на их участие в голосовании	3
8	Реестродержатель	Качество	1

кой торговой системе. Дивидендный доход рассчитывается как отношение дивидендных выплат на одну акцию к ее рыночной стоимости. Этот показатель можно трактовать как оценку рентабельности дивидендных выплат, т. е. какую сумму дивидендов в рублях инвестор получает с одного рубля средств, вложенных в покупку акций по рыночной стоимости. Однако российская специфика накладывает определенные ограничения на применение традиционных рыночных коэффициентов. На российском фондовом рынке данные показатели можно рассматривать лишь как вспомогательные.

На практике оценивать инвестиционную привлекательность того или иного предприятия часто оказывается невозможным по ряду причин.

Например, ситуация с выплатой дивидендов в России не связана с предполагаемым ростом курса ценных бумаг в будущем. Доля дивидендных выплат в чистой прибыли крупных российских предприятий составляет около 5 %, что значительно ниже по сравнению с компаниями экономически развитых стран. Например, в Европе доля дивидендов в энергетическом секторе промышленности составляет 75...80 % от чистой прибыли, нефтяном –

60...75 %, пищевой промышленности – 40...50 %, торговле – 30...40 %. Большинство же российских предприятий предпочитает реинвестировать основную часть прибыли в производство, а не платить дивиденды [2]. В этой связи оценка инвестиционной привлекательности предприятия по показателю «D/P ratio» для инвестора малозначима. На российском рынке ценных бумаг основной доход портфельные инвесторы могут получить за счет роста курсовой стоимости акций, а не дивидендных выплат.

Составление рейтингов инвестиционной привлекательности на основе курсовой стоимости акций (рыночной капитализации), заимствованное у газет Financial Times и Business Week, используется рейтинговым агентством «Эксперт» с 1995 г. Методика РА «Эксперт» получила заключение международной консалтинговой фирмы PricewaterhouseCoopers в 2001 г. Согласно данной методике, независимо от отраслевой принадлежности предприятия ранжируются по следующим параметрам (в скобках – критерий ранжирования):

- самые крупные (годовой объем продаж в рублях);
- самые прибыльные (величина балансовой прибыли по итогам года);

Таблица 3

Факторы, включенные фирмой Standard & Poor's в расчет рейтинга качества корпоративного управления

№ п/п	Разделы рейтинга	Факторы оценки
1	Структура собственности	Прозрачность структуры собственности. Концентрация собственности и влияние со стороны собственников
2	Отношения с финансово заинтересованными лицами	Регулярность проведения собраний акционеров. Возможность принятия участия в собраниях акционеров и получения информации. Процедуры голосования и регламент ведения собраний акционеров. Права собственности (регистрация и передача, равенство прав собственности)
3	Финансовая прозрачность и раскрытие информации	Принятые стандарты раскрытия информации. Своевременность и доступность раскрываемой информации. Независимость аудитора и его статус
4	Структура и методы работы совета директоров и руководства компании	Структура и состав совета директоров. Роль и эффективность совета директоров. Роль и независимость внешних директоров. Политика в области вознаграждения, оценки результатов работы и должностных перемещений директоров и менеджеров

Таблица 4

Характеристика методик оценки инвестиционной привлекательности предприятий экспертным методом

Разновидность экспертного метода	Наименование методики и ее автор	Достоинства	Недостатки
Опросы профессиональных участников рынка ценных бумаг	Рейтинг эмитентов ценных бумаг РИА «Росбизнесконсалтинг»	Оперативность, простота составления рейтинга	Необъективность экспертов или их некомпетентность
Оценка качества корпоративного управления	Институт корпоративного права и управления	Использование публичной раскрытой информации	Применим только для мелких акционеров; закрытая методика определения весовости факторов
	Рейтинговое агентство Standard & Poor's	Раскрыт алгоритм расчета	Применим только для стратегических инвесторов и крупных предприятий; не учитывает российских особенностей ведения бизнеса; закрытая методика определения весовости факторов
	Инвестиционная компания Brunswick UBS Warburg	Охватывает большинство существующих рисков	

- самые крупные по рыночной стоимости (капитализация);
- самые динамичные (темп роста объемов продаж по сравнению с предыдущим годом);
- предприятия, наиболее недооцененные инвесторами за год (P/S ratio);
- предприятия, наиболее высоко оцененные инвесторами за год (P/S ratio).

Кроме того, для каждой отрасли используются вспомогательные критерии ранжирования. Например, для предприятий электроэнергетики дополнительно рассчитывается отношение «капитализация к выработке электроэнергии» и соотношение «капитализация к установленной производственной мощности». По каждому критерию определяются средние значения в отрасли, что позволяет инвесторам сравнивать показатели деятельности отдельных предприятий со среднеотраслевыми показателями [2].

Преимущества использования методик определения инвестиционной привлекательности на основе рыночной капитализации заключается в том, что результаты исследования наглядны, их проще объяснить, меньше проблем при сборе информации и формировании критериев сравнения. Недостатком является то, что использование показателя капитализации при составлении рейтинга часто бывает некорректным, так как в существующих российских условиях нет прямой зависимости между стоимостью предприятия и финансовыми результатами его деятельности.

Еще одним ограничением для использования этого метода является недостаточное развитие фондового рынка России. Акции большинства предприятий остаются малодоступными для инвесторов, а отсюда и отсутствие инвестиций в большинство российских предприятий в форме акционерных обществ.

В настоящее время широко используется подход, основанный на анализе бухгалтерской и другой статистической отчетности предприятия с целью определения наиболее значимых финансово-экономических показателей и вычисления интегрального показателя инвестиционной привлекательности предприятия.

Одной из наиболее известных является методика, предложенная А. Д. Шереметом и Р. С. Сайфулиным. Согласно данной методике, значения пяти коэффициентов (коэффициенты обеспеченности собственными средствами, текущей ликвидности, оборачиваемости активов, рентабельности продаж, рентабельности собственного капитала по балансовой прибыли/рентабельности активов по чистой прибыли) соотносятся с нормативными показателями, после чего суммируются с одинаковыми весовыми коэффициентами по следующей формуле:

$$R_i = K_{1i} (1 / (5 K_{1н})) + K_{2i} (1 / (5 K_{2н})) + K_{3i} (1 / (5 K_{3н})) + K_{4i} (1 / (5 K_{4н})) + K_{5i} (1 / (5 K_{5н})),$$

где R_i – интегральная рейтинговая оценка i -го предприятия; $K_{1i}, K_{2i}, K_{3i}, K_{4i}, K_{5i}$ – фактические значения финансовых коэффициентов i -го предприятия; $K_{1н}, K_{2н}, K_{3н}, K_{4н}, K_{5н}$ – нормативные значения финансовых коэффициентов [3].

К достоинствам вышеупомянутой методики рейтинговой оценки финансового состояния можно отнести следующее:

- базой отсчета для получения рейтинговой оценки состояния предприятия являются не субъективные предположения экспертов, а сложившиеся в реальной рыночной конкуренции наиболее высокие результаты из всей совокупности сравниваемых объектов;
- рейтинговая оценка финансовой деятельности предприятия осуществляется на основе данных публичной отчетности;
- данный алгоритм расчета не предусматривает никаких ограничений в количестве сравниваемых финансовых показателей.

Однако в этой методике есть два существенных недостатка: в России не существует единого мнения по поводу нормативных (минимально допустимых или базовых) значений финансовых коэффициентов; при расчете интегрального показателя всем составляющим присвоены одинаковые весовые коэффициенты, что не совсем корректно, так как в зависимости от целей построения рейтинга или от инвестиционных предпочтений инвесторов важность весовых коэффициентов может существенно различаться.

Одной из новых является методика оценки инвестиционной привлекательности предприятий, разработанная рейтинговым центром консультационной фирмы АК&М и аудированная компанией «ЮНИКОН/МС консультационная группа». Значение итогового показателя инвестиционной привлекательности рассчитывается путем суммирования значений сводного рейтинга по факторам, характеризующим эффективность деятельности и платежеспособность, весовыми коэффициентами 0,6 и 0,4 соответственно. Данные факторы в свою очередь делятся на показатели с различной весомостью, также назначенные экспертами (табл. 5) [1].

Необходимо отметить, что применяемая в этой методике технология определения весовых коэффициентов носит закрытый характер. Авторами не раскрывается состав экспертов, их количество и компетентность. Возможные ошибки может внести несовершенный алгоритм сведения мнений экспертов в соответствующий цифровой эквивалент.

Сравним достоинства и недостатки методик на основе аналитического метода оценки инвестиционной привлекательности предприятий (табл. 6).

Общим недостатком аналитического метода оценки инвестиционной привлекательности является то, что он не учитывает множество качественных факторов, характеризующих инвестиционную привлекательность акционерного общества.

Таким образом, проведенный сравнительный анализ существующих методик оценки инвестиционной привлекательности выявил ряд требований, которые должны учитываться при исследовании данной проблемы.

Во-первых, оценку инвестиционной привлекательности предприятия необходимо проводить с учетом инвестиционной привлекательности региона, в котором находится предприятие, а также с учетом его отраслевой принадлежности.

Во-вторых, при конструировании интегрального показателя инвестиционной привлекательности аналитическим методом нужен обоснованный выбор значений весовых коэффициентов, характеризующих финансово-хозяйственную деятельность. В зависимости от целей пост-

роения рейтинга или от инвестиционных предпочтений инвесторов важность весовых коэффициентов может существенно различаться.

В-третьих, необходима единая общепризнанная методика расчета и мониторинга нормативных (базовых) значений финансовых показателей. Их необоснованный выбор может привести к существенным искажениям результатов оценки.

В-четвертых, большинство методик определения инвестиционной привлекательности предприятий учитывают или только количественные показатели, рассчитываемые по бухгалтерской отчетности предприятий (а также по информационным данным Минэкономразвития России, органов государственной статистики и материалам различных информационных агентств), или только качественные факторы. При этом качественные факторы, характеризующие инвестиционную привлекательность,

оцениваются преимущественно экспертным методом, а количественные – аналитическим, что является основным недостатком всех рассмотренных выше методов определения инвестиционной привлекательности предприятия.

Библиографический список

1. Лацинников, В. А. Комплексный анализ инвестиционной привлекательности предприятия : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.12 / Лацинников Владимир Александрович. Ставрополь, 2008.
2. Доронин, В. Д. Оценка инвестиционной привлекательности промышленных предприятий / В. Д. Доронин // Справочник экономиста. М. : 2005. № 8. С. 122–128.
3. Крылов, Э. И. Анализ эффективности инвестиционной и инновационной деятельности предприятий : учеб. пособие / Э. И. Крылов. М. : Финансы и статистика, 2003.

Таблица 5

Весовые коэффициенты показателей, определяющих эффективность деятельности и платежеспособность предприятий

Показатели	Весовые коэффициенты
Показатели эффективности деятельности	
Общая рентабельность отчетного периода	0,30
Объем чистой прибыли	0,25
Рентабельность основной деятельности	0,20
Производительность труда	0,15
Рентабельность активов	0,10
Итого	1,00
Показатели платежеспособности	
Коэффициент текущей ликвидности	0,40
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,20
Коэффициент автономии	0,40
Итого	1,00

Таблица 6

Характеристика методик определения инвестиционной привлекательности предприятий аналитическим методом

Разновидность аналитического метода	Наименование методики и ее автор	Достоинства	Недостатки
Рыночная капитализация предприятия и ее производные	Рейтинг 200 крупнейших компаний России по рыночной стоимости РА «Эксперт РА»	Оперативность, простота, невысокая стоимость расчетов	Невозможность оценить большинство предприятий из-за отсутствия официальных рыночных котировок
Анализ финансово-экономических показателей	Сравнительная рейтинговая оценка финансово-хозяйственной деятельности А. Д. Шеремета и Р. С. Сайфулина	Использование публичной информации, отсутствие ограничений на количество показателей	Отсутствие нормативных значений финансовых показателей, весомость всех показателей принята одинаковой
	Оценка рейтингового центра консультационной фирмы АК&М	Использование публичной раскрытой информации	Закрытая методика определения весомости факторов

Ju. A. Anischenko, I. A. Logacheva

COMPARATIVE ANALYSIS OF APPROACHES TO THE ESTIMATION OF THE ENTERPRISES INVESTMENT APPEAL

The basic approaches to the estimation of enterprises investment appeal are considered. Their advantages, lacks and a scope of approaches are specified.

Keywords: investment appeal, an estimation, a rating, an expert method, an analytical method.