Теплова Тамара Викторовна. Управление инвестиционной деятельностью компании на основе стоимостного анализа : дис. ... д-ра экон. наук : 08.00.05, 08.00.10 Москва, 2006 417 с. РГБ ОД, 71:07-8/220

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1 Финансовый анализ компании и финансовая структура как ключевые элементы построения системы управления инвестиционной деятельностью 10

1.1. Сопоставление двух концепций финансового анализа компании (учетной и стоимостной) 10

1.2. Центр финансовой ответственности «Инвестиции» в финансовой структуре компании 50

1.3. Обоснование требуемой доходности по инвестируемому капиталу компании 65

Глава 2 Практика управления инвестиционной деятельностью в российских компаниях 120

2.1. Анализ инвестиционных предложений 120

2.2. Исследование используемых инструментов управления инвестиционной деятельностью по российским компаниям 134

2.3. Ступени совершенствования управления инвестиционной деятельностью 141

Глава 3 Факторы, определяющие инвестиционную активность компаний 149

3.1. Инвестиционная активность компаний и диагностика влияющих на нее факторов внешней среды 150

3.2. Причины отхода от максимизирующей стоимость политики инвестирования (внутренние факторы, влияющие на инвестиционную активность) 161

Глава 4 Диагностирование эффектов интеграции элементов финансового капитала и интеллектуального на основе стоимостного анализа 193

4.1. Роль интеллектуального капитала в создании стоимости и исследование значимости инвестиций в интеллектуальный капитал 193

4.2. Диагностирование синергЦтических эффектов финансовых решений в инвестиционных проектах 204

4.3. Диагностирование управленческой гибкости и рекомендации по аналитической поддержке процесса формирования инвестиционной программы 226

4.4. Влияние интеллектуального капитала на финансовую и инвестиционную политику компании 250

Глава 5 Рекомендации по совершенствованию элементов системы управления инвестиционной деятельностью 268

5.1. Методические рекомендации по регламентной поддержке процессов инвестиционного планирования, бюджетирования и контроля 268

5.2. Построение текущих финансовых показателей мониторинга реализуемых проектов на основе стоимостного анализа 287

5.3. Анализ инвестиционного проекта по факторам создания стоимости: интеграция показателя EVA с АВС-техникой 308

5.4. Построение систем вознаграждения, мотивирующих на создающие стоимость компании инвестиции (VBI) 313

Заключение 348

Список литературы 353

Приложения 365

**Введение к работе**

Традиционное представление об инвестиционной деятельности компании, имевшее хождение в научной литературе до 90х годов существенно изменилось за последние годы. До сих пор, при рассмотрении инвестиционных решений компании сохраняется термин «капитальные вложения», подчеркивающий наличие у компании затрат на воспроизводство основных фондов, включая также затраты на их ремонт. Термин «капитальные вложения» подчеркивает два важных аспекта движения денежных потоков компании: 1) долгосрочный характер вывода денежных средств из потребления, 2) область направления денег - создание внеоборотных материальных активов или их модернизация, поддержание в работающем состоянии, 3) цель - получение прибыли или иной полезный эффект. ФЗ РФ №39 от 25 февраля 1999г «Об инвестиционной деятельности в РФ, осуществляемой в форме капитальных вложений» определяет инвестиции как «денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и(или) иной деятельности в целях получения прибыли и(или) достижения иного полезного эффекта».

С развитием инвестиционного рынка как рынка объединяющего объекты трех крупных направлений вложений: 1) объектов реального инвестирования (недвижимости, драгоценных металлов и художественных ценностей, прямых капитальных вложений), 2) объектов финансового инвестирования (в ценные бумаги и инструменты денежного рынка, включая золото-валютные инструменты), 3) объектов инновационных инвестиций, в терминологии управления появился более широкий термин «инвестиции компании» и понятие инвестиционной деятельности.

Предлагается следующая трактовка инвестиционной деятельности компании: совокупность процессов принятия инвестиционных решений и осуществления практических действий по их реализации для достижения устойчивого положения компании на рынке и сохранения/создания конкурентных преимуществ. Под инвестиционными решениями в общем случае понимаются решения по временному отказу от текущего потребления ради получения выгод в будущем. За этими решениями стоят процессы прогнозирования внешней среды, обоснования возможных выгод, постановки цели достижения. При этом рассматриваемые выгоды могут полностью трансформироваться в денежную форму (иметь вид разовых или периодичных денежных поступлений), а могут носить социальную или экологическую направленность. Таким образом, выгоды инвестирования могут иметь и не денежные формы, могут способствовать снятию социальной напряженности, поддержанию экологического баланса. Исследования последних лет доказывают наличие денежных выгод у собственников даже по формально некоммерческим инвестициям компании. Представляется, что в условиях рыночной экономики главная цель осуществляемых инвестиционных решений - сохранение и наращение конкурентных преимуществ, позволяющих компании устойчиво функционировать на рынке.

Переход на рыночные условия хозяйствования создал сложные условия для инвестиционной деятельности на российском рынке, так как компании в течение ряда лет (до середины 90-х годов XX века) испытывали острый дефицит финансовых ресурсов. Выявилась слабость разработки методологии и методики отбора инвестиционных проектов в условиях множества альтернатив, высокой инфляции, недостаточности собственных средств и дорогого заемного капитала из-за неразвитости финансового рынка.

К началу 2000 года многие компании приобрели опыт реализации инвестиционных решений по множеству направлений инвестирования, вкусили горечь поражений после финансового кризиса 1998 года, осознали необходимость создания сбалансированного по риску и доходам инвестиционного портфеля. Совершенствовался и аппарат оценки инвестиционных предложений. Однако, многие вопросы управления инвестиционной деятельностью остались не решенными. Отмечается экстенсивность экономического роста, когда расширение объемов деятельности достигается за счет ввода в действие неиспользуемых мощностей, ремонт, без существенной модернизации и поиска новых конкурентных преимуществ. По инвестиционной активности компании РФ существенно уступают своим потенциальным конкурентам. В 2005 году инвестиции во внеоборотные активы компаний не превышали 20% ВВП, тогда как по основным странам-конкурентам (по темпам роста и геополитическому потенциалу -страны БРИК) уровень инвестиций составляет: 40% ВВП в Китае и 30% ВВП в Индии.

С 2000 по 2002 год отношение совокупных инвестиций к прибыли, полученной крупными и средними российскими компаниями непрерывно росло и составило в 2002 году превышение почти в 2 раза. Этому способствовало улучшение большинства макроэкономических показателей, в том числе, снижение инфляции, поэтапное уменьшение ставки рефинансирования ЦБ, развитие финансового сектора и либерализация фондового рынка, вовлечение средств населения в инвестиционный процесс (через развивающиеся паевые инвестиционные фонды). Однако в последние годы наблюдается некоторый спад инвестиционной активности, прежде всего по топливно-энергетическим компаниям, части компаний машиностроения. Отмечается слабость инвестиций в инновации. Исследование факторов, влияющих на инвестиционную активность, выявление проблем в управлении инвестиционной деятельностью компании, разработка рекомендаций по совершенствованию методического и методологического аппарата анализа инвестиционных решений и их реализации являются актуальными задачами, так как уровень инвестиционной активности является одним из наиболее точных индикаторов качества экономического роста и потенциала социального прогресса. . Комплекс практических действий по достижению инвестиционных целей в общем случае включает 1) действия, направленные на перевод объекта инвестирования из текущего состояния в желаемое (процессы формирования организационной структуры, производственного и финансового планирования, бюджетирования и т.п.), 2) действия по контролю и корректировке, которые включают процессы контроля, экономического мониторинга, гибкого реагирования, мотивации.

Так как комплекс действий по достижению инвестиционных целей может быть достаточно многогранным, то большинство инвестиций в создание реальных активов реализуются в форме инвестиционного проекта. В общепринятом понимании «проект» -комплексное, не повторяющееся мероприятие по достижению поставленной цели, ограниченное по времени, бюджету и ресурсам.

Инвестиционный проект компании - комплекс взаимосвязанных мероприятий, сопровождающий достижение поставленных целей в течение ограниченного периода времени через изменение величины и структуры активов компании. По своей сути инвестиционный проект - это обоснование экономической целесообразности, объемов и сроков осуществления инвестиций в рамках разработанной проектно-сметной документации. Перечень практический действий по поэтапному осуществлению инвестиций часто трактуется в терминах бизнес-плана. Введение проектного инвестирования означает для компании 1) четкую фиксацию цели (целей), 2) ограничение определенных мероприятий (прежде всего процесса инвестирования) временными рамками, 3) координированное выполнение мероприятий, что предполагает использование различных механизмов согласований, утверждений, исполнений, 4) уникальность данного процесса. При этом, по части проектов уникальными могут быть только отдельные элементы. И следует разделять проекты по степени уникальности, а, соответственно, по невозможности применения хорошо известных и отработанных приемов и методов.

Выделение и формирование проекта как комплекса мероприятий реализуется через различные механизмы управления: графики работ (для введения временных ограничений), планы, бюджеты, сметы (для удовлетворения финансовых ограничений), через контроль и мотивацию (для достижения целей). Координация и системное управление осуществляются через целенаправленно подготовленные для проекта технико технологические, организационные, расчетно-финансовые, правовые документы. Связь с существующим бизнесом поддерживают внутренние нормативные документы: положения о принятии инвестиционного проекта и программы, положения о бюджетировании, о материальном стимулировании и т.п.

Основные механизмы системы управления инвестиционной деятельностью сгруппированы в таблицу Введение проектной аналитики и проектного управления связано с тем, что 1) инвестиции и выгоды разделены во времени, часто имеют приростной характер (например, для инвестиций в расширение деятельности, в экономию издержек), 2) достижение целей возможно разными путями, с использованием различных ресурсов и с разной скоростью, поэтому возникает проблема сопоставления альтернатив, когда необходимо ранжировать по инвестиционной привлекательности различные варианты инвестиционных затрат и выгод во временной привязке, 3) любое инвестиционное решение требует разработки набора организационных мероприятий, его поддерживающих, 4) условия реализации намеченных целей могут измениться в результате действий государства (изменение законов, норм, правил). Вьп-оды инвестора могут быть защищены при формальном выделении проекта из текущей деятельности компании, 5) управление инвестициями в условиях высокой нестабильности внешней среды не должно быть пассивным, т.е. не должно реализовываться по заранее расписанному плану, т.к. изменения среды могут быть благоприятны для развития проекта (переключения на другие продукты или расширение ранее выбранного масштаба). При крайне неблагоприятных внешних условиях возможна постановка вопроса о выходе из проекта, но для этого следует проводить мониторинг реализуемых задач на всем протяжении зафиксированного срока жизни проекта. Сложность управления проектом может стать еще одним критерием, который будет учитываться при сопоставлении альтернатив (кроме величины инвестиционных затрат и денежных выгод).

Возможность устойчивого долгосрочного функционирования на рынке достигается через создание и удержание стратегических ресурсов (активов). Отличительная черта этих активов - они не только создают выгоды (например, денежные потоки), но и являются трудно воспроизводимыми. Для того чтобы стать трудновоспроизводимым актив (ресурс) должен быть, во-первых, редкими и уникальными, а, во-вторых, должен быть защищен при помощи различных барьеров. В рамках ресурсной концепции стратегического менеджмента инвестиционную деятельность компании можно охарактеризовать как непрерывное управление денежными потоками компании по созданию и поддержанию портфеля стратегических активов. Ресурсная концепция стратегического менеджмента наряду с реальными, финансовыми, инновационными инвестиционными вариантами вводит деление инвестиций на стратегические (в стратегические активы) и операционные (текущие).

Таким образом, инвестиционная деятельность компании связана с формированием и поддержанием инвестиционного портфеля, включающего стратегические и текущие ресурсы, реальные, финансовые и инновационные активы. Так как денежные потоки, генерируемые этими активами, а также риски, с ними связанные существенно различны, но ключевым элементом формирования инвестиционного портфеля является выбор финансовой модели анализа.

Сложность построения финансовой модели для оценки эффективности созданного портфеля и выбора из альтернативных вариантов дальнейшего инвестирования заключается в сложности диагностирования выгод и рисков по стратегическим активам.

Ключевые моменты, которые должны учитываться - долгосрочность влияния на положение компании на рынке, высокие риски ввиду сложности сохранения барьеров, возможность гибкого применения. Бухгалтерская модель финансового анализа очень узко трактует создаваемые активы и не позволяет диагностировать их стратегические качества. Например, по инновационным объектам инвестирования признается очень узкий перечень нематериальных активов. Отсутствует возможность оценки активов, вложенных в знания - человеческий капитал.

В большинстве работ по анализу инвестиционных решений внимание акцентировано на вопросах построения прогнозов инвестиционной привлекательности отраслей и регионов, а также на отдельных элементах общего комплекса проблем инвестирования (например, только на инструментарии оценки и отбора экономически эффективных инвестиционных проектов). Менее разработаны вопросы формирования экономически эффективного портфеля проектов, выявления синергятических эффектов наложения проекта на деятельность компании.

В большинстве работ, посвященных анализу инвестиционной активности на уровне компаний внимание акцентируется на влиянии внешних (рыночных) факторов: неопределенности, отраслевой или региональной привлекательности (работы Грачевой М.В., Бланка И.А., Лимитовского М.А., Орловой Е.Р., Идрисова А.Б.). В меньшей степени исследованы внутренние факторы влияния (структура собственности и поведение собственников (их мотивы), передача управления в руки наемного менеджмента и возникающие агентские конфликты, влияние нефинансовых стейкхолдеров, выбор источников финансирования и специфичность поведения кредиторов при высоком финансовом рычаге). В работах по управлению компаниями, находящимися в предбанкротном состоянии (работы Бобьшевой А.З.) инвестиционные решения рассматриваются как инструмент преодоления кризиса, но при этом не акцентируется внимание на возможность искаженного (нерационального) поведения участников инвестиционного процесса из-за «нависання долга». Исследование влияний поведенческих факторов (работы Д. Канемана, П. Словика, А. Тверски), финансовых решений (С. Майерс), агентских конфликтов (Дж. Меклинг, М. Дженсен) на инвестиционный выбор компаний не нашли должного отражения на российском рынке. Практически не исследовано интегрированное влияние интеллектуального и финансового капитала на формирование инвестиционной программы.

Еще один важный момент, который слабо изучен на российском рынке- как переход на систему управления стоимостью, требования со стороны собственников повышения капитализации влияют на инвестиционный выбор и управление инвестиционной деятельностью. Собственники и менеджеры многих компаний осознали, что сам по себе рост активов или объемов деятельности не является самоцелью. Гораздо важнее рыночная устойчивость, согласованность интересов групп собственников, менеджеров и персонала. Инвестиционные решения могут обеспечить достижение этих целей, но для этого требуется «новая» финансовая аналитика и инструменты и механизмы управления. Стоимостная модель финансового анализа , фиксирующая цель в терминах роста благосостояния владельцев капитала компании (в расширенной трактовке -финансовых и нефинансовых стейкхолдеров) позволяет по-новому посмотреть на инвестиционный процесс в компании. Работы И.В. Ивашковской, Е.Н. Лобановой, В.А. Морыженкова, Федотовой М.А., Козырь Ю.В., Егерева И.А. поднимают вопросы У построения рычагов управления стоимостью.

Преимущество стоимостной модели финансового анализа относительно инвестиционной деятельности - возможность дополнить инвестиционные решения компании инвестициями в инновации, человеческий и клиентский капитал, оборотные активы (которые по ряду отраслей бывают существенны). В стоимостном анализе как элементы основного капитала рассматриваются внеоборотные реальные (материальные) активы и активы интеллектуального капитала (ИА).

Ряд сложных вопросов возникает при такой расширенной трактовке инвестиционной деятельности компании, как деятельности по изменению величины и структуры основного (включая интеллектуальный) и связанного с ним оборотного капитала компании:

Какая финансовая модель позволит диагностировать экономическую эффективность инвестиционных решений, как по созданию портфеля, так и его т переформированию. Какие значимые индикаторы должны рассчитываться по компании.,

Какую роль играет финансовая структура в активизации инвестиций в экономически и социально приоритетные направления.

Какие факторы будут оказывать влияние на инвестиционный выбор в динамике. Будет ли значим фактор финансового рычага. - Будет ли оказывать влияние на инвестиционные решения накопленный интеллектуальный капитал •

Будет ли фондовый рынок учитывать структуру выбираемого компанией портфеля. ,

Как могут быть оценены синергкгические эффекты, создаваемые инвестиционным решением, в частности по созданию управленческой и финансовой гибкости.

## Сопоставление двух концепций финансового анализа компании (учетной и стоимостной)

Рыночная среда и финансовая модель анализа За последние годы произошли существенные изменения во внешней и внутренней среде функционирования российских компаний. Следует отметить следующие значимые характеристики рыночной среды (как внешней для компании), которые меняют логику и алгоритмы принятия решений:

- нарастающая динамичность и неопределенность внешнего окружения, которые получают дополнительное ускорение с ростом глобализации различных рынков (капитала, товаров, труда);

- наличие выбора или, иначе говоря, альтернативность в использовании как ресурсов на входе, так и продуктов (услуг) на выходе;

- нарастание конкуренции на товарных рынках и рынках труда в связи с ограниченностью ресурсов и эволюция конкурентных преимуществ в область инноваций, нематериальных активов (брендов, торговых марок, сетевых отношений и т. п.), что в целом характерно для постиндустриальных экономик,

- конкурирование на рынке капитала за деньги инвесторов и, как следствие, рост значимости позиции инвестора в компании (владельца капитала), а также возникновение конкуренции за капитал внутри компании из-за сохранения выгод диверсифицированного роста.

Процесс принятия управленческих решений в компании строится на результатах экономического, технического, финансового и риск-анализа. Так как характеристики альтернатив развития компании могут существенно отличаться (время достижения поставленных целей, необходимый объем единовременных и текущих затрат, выгоды), то финансовая модель (денежный обсчет) позволяет интегрировать разностороннюю информацию, аккумулированную по текущей деятельности и влиянию внешней среды. Сложность такой интеграции заключается в выборе адекватной внешней среде финансовой модели анализа. Как любая аналитическая модель, финансовая модель должна описывать принципы измерения финансовых результатов, обеспечивать проверку на соответствие этим принципам выбираемых показателей мониторинга, фиксировать алгоритм расчета выбранных показателей, включая выбор информационной базы.

Информационная система компании и учетная информация для финансовой аналитики

На взгляд непосвященных понятия данные и информация - синонимы, однако менеджеры четко их различают. Данные это «сырые» факты в количественном и качественном отражении, например, выданная кассиром заработная плата, сумма удержанных налогов, выписанные и оплаченные счета поставщиков, заключенные договора подряда и т.п. После обработки (фильтрации, систематизации, компановки) данные становятся информацией. Чем больше компания, тем сложнее процесс сбора данных и превращения их в нужную для принятия решений информацию. Возникают системы обработки данных. Первой традиционно возникает система учета, появляющаяся с первых дней создания компании и являющейся обязательной для большинства организационных форм бизнеса. Системы бухгалтерского, управленческого, налогового учета фиксируют в денежном выражении происходящие в компании события. Так как денежное представление является понятным, легко обрабатываемым для получения интегрированных оценок, то учетная система традиционно лидирует среди других. Впоследствии появляются системы кадровой, маркетинговой, логистической информации, информации контроля качества. Особенность этих систем - включение как количественной, так и качественной информации (например, по кадровой системе -количественная информация: текучесть кадров, возрастной состав, качественная: степень мотивированности работников, предпочтения в социальных программах и схемах „вознаграждения и т.п.). Важный шаг в развитии управления компанией - объединение разных систем информации в интегрированную информационную систему: Управленческую Информационную систему- Management Information System (MIS), представляющую из себя комплекс взаимосвязанных подсистем, обрабатывающих данные с целью получения нужной на данный момент информации. Характерная особенность интегрированной системы: одни и те же данные фиксируются в разных подсистемах и формируют соответствующую потребностям в текущий момент информацию. Схематично перевод данных в информацию показан на схеме 11.1

## Анализ инвестиционных предложений

Создание новых и удержание имеющихся стратегических ресурсов не возможно без инвестиций. В общем случае под инвестициями понимается временный отказ от текущего потребления ради получения выгод в будущем. ФЗ РФ №39 от 25 февраля 1999г «Об инвестиционной деятельности в РФ, осуществляемой в форме капитальных вложений» определяет инвестиции как «денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и(или) иной деятельности в целях получения прибыли и(или) достижения иного полезного эффекта».

Таким образом, инвестиционные решения компании должны трактоваться как решения по вложению денежных средств (собственных и заемных) в активы (прежде всего, основной капитал), которые в будущем приведут к достижению поставленных целей, т.е. создадут выгоду инвестору. Трактовка основного капитала с позиции финансового анализа показана на схеме 21.1. В отличие от бухгалтерской модели основной капитал включает не только финансовые, материальные и нематериальные активы, признаваемые в стандартах учета, но и активы интеллектуального капитала.

Соответственно, рассматривая инвестиционные решения компании следует выделять такие направления инвестирования: финансовые инвестиции, инвестиции в материальные ценности, инвестиции в модернизацию функционирующих активов, инвестиции в расширение/сокращение, инвестиции в перепрофилирование, инвестиции в интеллектуальный капитал. Анализ элементов интеллектуального капитала проведен в 4 главе.

Инвестиционные решения и, соответственно, инвестиционная деятельность, могут быть хаотичными, импульсивными, не увязанными с общими стратегическими целями компании, а могут подчиняться определенной инвестиционной политике. Инвестиционная политика предполагает наличие приоритетов при рассмотрении альтернативных вариантов инвестирования. Обычно компании отслеживают происходящие на рынке тенденции, учитывают внутренние возможности роста и на этой основе формируют инвестиционную политику (например, быстрого или медленного роста, внешнего роста через покупку функционирующих компаний или внутреннего, через создание необходимого набора активов и т.п.). Осуществление инвестиционной деятельности как осознанного, имеющего целевое наполнение, последовательного, организованного процесса рассматривается как инвестиционная политика.

Высшей формой инвестиционной политики является инвестиционная стратегия, когда выбор инвестиционных решений, отбор проектов, принятие инвестиционной программы (включая как расширение основного капитала, так и сокращение его), а также разработка бюджета капитальных вложений согласованы с общей стратегией развития компании и с ее функциональными стратегиями (инновационной, маркетинговой, финансовой, логистической, создания компетенций и т.п.). Отличительная черта в разработке инвестиционной стратегии - рассмотрение большого количества инвестиционных альтернатив с учетом влияния внешних сил на инвестиционную, операционную и финансовую деятельность компании.

В традиционном рассмотрении между моментом инвестирования и получением целевого эффекта имеет место временной лаг. Необходимость увязки сделанных инвестиций с размазанной во времени отдачей как в аналитических целях, так и для организации процессов планирования, контроля, мотивации приводит к необходимости введения понятия инвестиционный проект.

В общепринятом понимании «проект» - комплексное, не повторяющееся мероприятие по достижению поставленной цели, ограниченное по времени, бюджету и ресурсам. Инвестиционный проект компании - комплекс взаимосвязанных мероприятий, сопровождающий достижение поставленных целей в течение ограниченного периода времени через изменение величины и структуры основного капитала компании. Принимаемые инвестиционные проекты компании могут как соответствовать сформулированной инвестиционной стратегии (и общей стратегии), так и лежать в иной плоскости. По своей сути инвестиционный проект - это обоснование экономической целесообразности, объемов и сроков осуществления инвестиций в рамках разработанной проектно-сметной документации. Сам по себе инвестиционный проект не несет стратегической нагрузки. Отождествление проектного инвестирования и стратегического неправомерно.

Перечень практический действий по поэтапному осуществлению инвестиций часто трактуется в терминах бизнес-плана. Введение проектного инвестирования означает для компании 1) четкую фиксацию цели (целей), 2) ограничение определенных мероприятий (прежде всего процесса инвестирования) временными рамками, 3) координированное выполнение мероприятий, что предполагает использование различных механизмов согласований, утверждений, исполнений, 4) уникальность данного процесса. При этом, по части проектов уникальными могут быть только отдельные элементы. И следует разделять проекты по степени уникальности, а, соответственно, по невозможности применения хорошо известных и отработанных приемов и методов.

## Инвестиционная активность компаний и диагностика влияющих на нее факторов внешней среды

Ряд показателей характеризует инвестиционную активность компании (таблица 31.1). Одна группа показателей может быть диагностирована по открытым данным компании (финансовой отчетности и дополнительно предоставляемой информации), другая -формирует индикаторы, Под инвестиционным климатом понимается совокупность политических, социально экономических, финансовых, организационно-правовых, природных факторов, присущих той или иной стране, региону, которая определяет выбор инвесторов относительно места, времени и формы вложения денег. Инвестиционный климат складывается под влиянием не зависящих от конкретной компании процессов и существенно влияет на инвестиционную активность. К значимым факторам, определяющим инвестиционный климат относятся: предполагаемый темп инфляции и ставка процента на рынке, а также риски правоприменения законодательных регулирующих и налоговых норм.

О наличии благоприятного или неблагоприятного инвестиционного климата в стране часто судят по проводимой макроэкономической и монетарной политике государства. Косвенными показателями могут выступать 1) различные рейтинги благоприятствования (например, журнал Forbes ежегодно составляет рейтинг дружелюбия стран по отношению к иностранным инвесторам, в котором учитываются такие факторы, как налоговый режим, вмешательство государства в экономику и регулирование цен, конкурентность рынка, ограничения для иностранцев, уровень коррупции и личные свободы)34. 2) Объемы привлекаемых на рынок прямых иностранных инвестиций (ПИИ), которые, безусловно, ориентируются не столько на низкие риски, сколько на соотношение риск-доходность. В ряде случаев стоимость рабочей силы (низкая в Китае) и величина рынка (Китай, Россия) оказываются более важными, чем риск ограничения свобод и давления государства, что видно из таблицы 3 доступные только менеджерам компании.С точки зрения финансовой аналитики индикаторами внешних факторов, оказывающих влияние на инвестиционную активность являются прогнозные оценки отдачи и неопределенности (риска) по инвестиционным решениям.

Интегрирующий фактор фундаментального влияния, определяющий инвестиционную активность компании - предельная доходность капитала (МРК). МРК рассчитывается как отношение прироста выгод от инвестирования к приросту капитала (Дя/ДСЕ). Часто в качестве показателя-заменителя долгосрочных инвестиционных решений выступает индикатор Q Тобина, как отношение рыночной стоимости фирмы к восстановительной стоимости капитала. На практике используется дальнейшая корректировка МРК -сопоставление капитализации компании с балансовой оценкой, т.е. мультипликатор EV/BV или соотношение только по собственному капиталу - Р/ BVE.

Низкое значение коэффициента Q Тобина (EV/BV) сигнализирует о низких инвестиционных возможностях компании. Другим вариантом задания предельной доходности капитала (МРК) является показатель, построенный на базе выручки: 0 = S/CE, где 0 - функция от ценовой эластичности спроса на продукцию компании и вклада капитала, S - выручка от реализации, СЕ - вложенный капитал.

Ориентация на рыночные индикаторы компании (поведение инвесторов на рынке) при оценке инвестиционных возможностей может в ряде случаев существенно исказить инвестиционное поведение компании. Не всегда высокие рыночные мультипликаторы сигнализируют о потенциале роста и необходимости активизировать инвестиционную деятельность.

Безусловно, фондовый рынок влияет на инвестиции компании, изменяя стоимость заемных и собственных средств и, соответственно, ставку отсечения по рассматриваемым проектам. Когда инвестиционная политика не делегируется менеджерам, которые могут иметь больше информации о потенциале развития компании, собственники в ряде случаев принимают решения, базируясь исключительно на оценках фондового рынка. Как результат - возможны поведенческие искажения рационального выбора и возникновение так называемых «инвестиционных пузырей».

В 90-е годы было проведено ряд исследований зависимости доходности акций и инвестиционной активности компаний. Однозначный вывод не получен и можно говорить о трех гипотезах влияния:

1) Фондовый рынок - пассивный предсказатель перспектив компании (цены акций отражают уже осуществленные проекты, (Sensenbrenner, 1990)). Как результат -менеджеры и собственники в принятии инвестиционных проектов не ориентируются на

154 оценки фондового рынка. Зависимость инвестиционной активности (через показатель доли инвестиций в общем капитале) от рыночных мультипликаторов отсутствует.

2) Собственники рассматривают фондовый рынок как источник информации о будущем компании, однако существует понимание возможных ошибок рыночных инвесторов (особенно в ситуации асимметрии информации и нерациональности поведения). Инвестиционная активность в этом случае слабо связана с рыночной динамикой цен акций компании (Ватто, 1990), однако, значительные сигналы (сильный рост цен на акции) могут стимулировать инвестиционную активность.

3) Рыночная цена акций оказьюает непосредственное влияние на инвестиции (Morck, Sheleifer, Vishny, 1990). Снижение цены акции заставляет менеджера отложить инвестиции, т.к. свидетельствует о негативном восприятии доступных для компании инвестиционных проектов. Скорее всего, менеджер, опасаясь дальнейшего падения цены и увеличения вероятности поглощения компании, сохранит избыточные денежные средства для проведения защитных тактик. Рост капитализации компании демонстрирует менеджеру, что рынок оценивает перспективы компании как благоприятные и стимулирует инвестиционную активность.