

УДК 658.152 (477)

## АКЦИОНЕРНЫЙ КАПИТАЛ И ПРЕДПОЧТЕНИЯ ИНВЕСТОРОВ

**КИРИК Тамара Николаевна**

*кандидат экономических наук, доцент*

**А**нализ публикаций об оценке инвестиционной привлекательности объектов [1 – 10] свидетельствует о том, что одной из проблем оценки является неопределенность того, какой показатель наиболее точно отражает ее уровень. Существует предположение о том, что действующие и рекомендуемые методики для определения инвестиционной привлекательности, включая в себя конкретные перечни показателей, учитывают не все предпочтения и ограничения инвесторов, а касаются, по всей вероятности, определенных групп инвесторов.

Целью статьи является анализ однородной группы инвесторов, инвестирующих только в акционерный капитал, для обоснования более точных ориентиров для понимания роли и значения ограничений и предпочтений определенной группы инвесторов при принятии решений об инвестиционной привлекательности.

Обобщая анализ публикаций [11–14] о предпочтениях и ограничениях таких инвесторов, возможно формирование общих представлений об общих интересах группы и различиях между инвесторами внутри группы (табл. 1).

В таблице представлены результаты сравнительного анализа существующих видов инвесторов-акционеров: фондов совместного инвестирования, венчурных фондов, фондов прямого инвестирования, пенсионных фондов, индивидуальных инвесторов. Первые четыре представителя – институциональные инвесторы.

Если следовать распространенной в литературе классификации, делящей инвесторов на «стратегов» и «портфельщиков» по целям инвестирования [9], то в приведен-

Таблиця 1

## Сравнительный анализ существующих видов инвесторов-акционеров

Виды инвесторов	Фонды прямого инвестирования (Private Equity)	Венчурные фонды	Пенсионные фонды	Другие фонды совместного инвестирования	Индивидуальные инвесторы
<b>Ограничения</b>					
Способ инвестирования	Акционерный капитал	Акционерный капитал	Акционерный капитал	Акционерный капитал	Акционерный капитал
<b>Предпочтения</b>					
Мотивы инвестирования	Дивиденды и доход от продажи	Дивиденды и доход от продажи	Дивиденды и доход от продажи	Дивиденды и доход от продажи	Дивиденды и доход от продажи
Длительность инвестирования	5-10лет	5-10лет	5-10лет	До 5 лет	разная
Размер участия	Контрольный пакет и более	Контрольный пакет и более	Мелкие пакеты до контрольного	Пакеты меньше контрольных	От мелких до крупных пакетов
Роль в управлении бизнесом	активная	активная	пассивная	пассивная	пассивная/активная
Этап жизни бизнеса	действующий	начальный (Start-up)	действующий	действующий	начальный/действующий
Приемлемый уровень риска	средний	высокий	минимальный	средний	разный
Наличие корпоративной культуры	Важно/создают сами	Важно	Важно	Важно	Важно/создают сами
Уровень менеджмента	Важен, но могут приводить свой	Важен, но могут приводить свой	Важен	Важен	Важен, но могут приводить свой
Потенциал рынка	важен	важен	важен	важен	важен
Потенциал компании	важен	важен	важен	важен	важен

ной таблице, к семье «портфельщиков» можно было бы отнести все фонды совместного инвестирования, включая венчурные и пенсионные фонды и часть индивидуальных инвесторов. Во-первых, потому, почти все они институциональные инвесторы и у них есть или могут быть «портфели», то есть они инвестируют в несколько компаний. При этом считается, что «...портфельный инвестор не ставит своей целью реальное участие в управлении стратегическим развитием предприятия...» [9, с. 30].

Однако анализ информации о фондах совместного инвестирования показал, что часть из них, являясь фондами и имея «инвестиционные портфели», по длительности инвестирования, присутствию в компании и влиянию на ее развитие могут относиться к стратегическим инвесторам. В западной классификации таких «портфельщиков» выделяют в самостоятельную группу фондов – Private Equity, в отечественной – их называют фондами прямого инвестирования [11, 12]. Их интересует возможный прирост стоимости, исходя из собственных навыков (преимуществ/компетенций/ наличия know-how) которые можно, используя свое участие в управлении, внедрить и, таким образом, подготовить приход настоящего стратегического инвестора. Учитывая особенности инвесторов этого типа, их можно назвать «чистильщиками» отраслей и компаний.

Их действия в области реструктуризации (изменение организационных структур, постановка учета, планирования, бюджетирования, сертификация, анализ рынка, организация сбыта) позволяют ускорить процессы трансформации украинских компаний в сторону соответствия рыночным потребностям.

Венчурные фонды также играют в компании-объекте инвестирования активную роль, закрепленную значительным пакетом акций, и также могут рассматриваться как стратегические инвесторы. Они предпочитают молодой растущий бизнес, работают при высоких уровнях неопределенности развития внешней среды и бизнеса и берут на себя основной риск инвестирования. Индивидуальные инвесторы, как показывает практика, могут быть и стратегами (имея значительное присутствие в компании, активно участвуют в управлении) и «портфельщиками», с точки зрения невозможности реализовать участие в управлении, хотя и без портфеля.

На практике к стратегам относят крупные компании, работающие в той же отрасли, что и компания-объект инвестирования. В нашем анализе стратег может быть идентифицирован как индивидуальный инвестор. Это значит, что например, компанию Deutsche Telecom, как потенциального инвестора, например, Укртелекома, привлечь

может то, что работая в этой же отрасли и будучи специалистом в этом бизнесе, она расширит свои рынки сбыта за счет рынка Украины. Кроме того, знание перспектив развития отрасли в целом и опыт собственного развития означает понимание того, ЧТО и КАК должно быть изменено в Укртелекоме (технологии/оборудование/структура/культура...и т. д.) для изменения конкурентного статуса и получения дополнительных выгод.

Таким образом, собственно к «портфельным» инвесторам можно отнести участников фондового рынка, период присутствия которых в инвестициях может быть очень коротким, а их «портфель» – диверсифицированным. К ним же можно отнести новых участников, которые только появляются на фондовом рынке – пенсионные фонды. Они отличаются от старых участников сроком присутствия в инвестиции (длительное присутствие) и особыми притязаниями по защите интересов. Их инвестиции должны быть также диверсифицированы. «Портфельного» инвестора интересует возможный прирост стоимости, исходя из перспектив рынка и потенциала компании. Они оценивают перспективы рынка через общеизвестные параметры оценки – темпы роста, уровень рентабельности и рисков. При оценке потенциала компании для них важен конкурентный статус компании и ее возможности роста, исходя из уровня менеджмента, технологии, оборудования, качества персонала. Кроме того, для них крайне важен уровень корпоративной культуры и нужны гарантии правовой защиты их интересов. Значительная часть таких инвесторов существует вне участия в управлении ввиду незначительности своего присутствия (пакета акций).

Как видно из таблицы, внутри анализируемой группы (инвестируют только в акционерный капитал) инвесторов можно выделить две подгруппы в зависимости от предпочтений в области длительности инвестирования: краткосрочное (до 5 лет) и долгосрочное инвестирование (от 5 лет и выше). Несмотря на то, что это упрощенный взгляд на те отличия, которые существуют между инвесторами по срокам инвестирования, поскольку здесь возможны варианты промежуточных делений, этот признак важен для последующей группировки. Она произведена по признаку «размер участия» и выделяет инвесторов, которые предпочитают более внушительное присутствие в компании (не менее контрольного пакета и выше) и менее внушительное присутствие (меньше контрольного пакета). В случаях, когда структура собственности компании расплывлена, иногда наличие пакета менее контрольного все же дает инвестору право играть значительную роль в управлении. В большинстве случаев группировка по «размеру участия» усиливается при дальнейшей классификации по признаку «роль в управлении». Активность роли инвестора-акционера, как видно из таблицы, в существенной мере зависит от «размера участия». Чем активнее он предпочитает влиять на бизнес, тем больший размер участия он должен себе обеспечить. С другой стороны, чем меньше размер участия, тем меньше шансов влиять и, следовательно, важнее и значимее становится зависимость от корпоративной культуры и уровня менеджмента. Деление инвесторов по

признаку «этап развития бизнеса» отражает качественное и количественное отличия бизнеса действующего и бизнеса на начальном этапе жизни. В определенном смысле дальнейшая классификация инвесторов по их отношению к уровню риска связана с этапом развития бизнеса. Инвесторы, согласные на повышенный риск, выбирают бизнесы на начальном этапе развития.

Таким образом, инвесторы осуществляют отбор привлекательных для себя объектов инвестирования, исходя из наличия или отсутствия определенных свойств у объектов инвестирования и их соответствия ограничениям и предпочтениям инвестора.

Как видно из таблицы, для всех инвесторов этой группы общими являются два момента: мотив инвестирования и признание важности потенциала рынка, потенциала компании, уровня менеджмента, наличия корпоративной культуры. Первый момент объединяет эту группу со всеми инвесторами. Второй момент отражает общие предпочтения внутри группы, связанные с внешней и внутренней средой бизнеса. Эти предпочтения носят комплексный характер, сформулированы в общем виде и описывают те факторы, которые важны при принятии решения об инвестировании. Такой фактор как потенциал рынка, вероятно, важен с точки зрения перспектив вхождения в определенную сферу бизнеса. Чем выше потенциал, тем сильнее интерес. Второй фактор (потенциал компании) может быть важен не только для вхождения в бизнес, но и для оценки перспектив выхода из инвестиции. Чем выше потенциал компании, тем выше интерес. Третий фактор (уровень менеджмента) определяет заинтересованность инвестора в грамотном менеджменте. Более того, вход в инвестицию в существенной мере зависит от менеджмента и его готовности к инвестициям, особенно в акционерный капитал. Следует заметить, что степень интереса может быть разной, но общая заинтересованность характерна для всех. И это понятно, поскольку уровень менеджмента влияет на эффективность развития компании и, следовательно, на вход и выход из инвестиции. В определенном смысле уровень менеджмента снижает или повышает рискованность инвестиций. Внутри анализируемой нами группы степень значимости фактора разная. Выше всего она для тех инвесторов, кто в большей степени зависит от степени компетентности менеджмента, то есть не может влиять на менеджмент. Четвертый фактор (наличие корпоративной культуры) отражает интерес инвестора к тем принципам, на основе которых строятся отношения между акционерами, менеджментом и другими заинтересованными сторонами. Особое внимание инвестор обращает на обеспечение своих прав и интересов. При прочих равных условиях наличие высокой корпоративной культуры, гарантирующей защиту прав инвестора, делает компанию более привлекательной для инвестиций. Значимость этого фактора особенно актуальна для мелких (миноритарных) акционеров-инвесторов.

Таким образом, с одной стороны, различия в предпочтениях инвесторов-акционеров отражают разницу в их стратегиях инвестирования. Они отбирают привлека-

тельные для себя объекты инвестирования, прежде всего исходя из наличия или отсутствия определенных свойств у объектов инвестирования.

С другой стороны, для всех инвесторов анализируемой группы характерен общий интерес к внешней и внутренней среде бизнеса, обозначенной ими как совокупность четырех факторов: потенциал рынка, потенциал компании, уровень менеджмента и уровень корпоративной культуры. Это означает, что теоретически и практически суждение об инвестиционной привлекательности возникает в ходе комплексной оценки нескольких факторов, с учетом их значимости. То есть оценка уровня инвестиционной привлекательности означает определение интегрального комплексного показателя. Изменение уровня значимости приводит к изменению уровня инвестиционной привлекательности одного и того же объекта инвестиций в зависимости от групповой принадлежности инвестора.

Каждый из факторов, учитываемых в интегральной оценке, в свою очередь, носит комплексный характер, поскольку существуют разные точки зрения по их определению и измерению. Это означает, что необходимы дополнительные исследования и сравнительный анализ существующих подходов к определению и измерению таких факторов как «потенциал рынка», «потенциал компании», «уровень менеджмента», «уровень корпоративной культуры». Это позволит сформировать более определенное представление о разнице в оценке факторов разных групп инвесторов.

Результаты данного этапа исследования показывают, что оценка инвестиционной привлекательности компании может состоять из нескольких этапов. На первом этапе возможна оценка состояния компании сейчас и в будущем (через расчет показателей, величина которых формируется под влиянием ряда факторов внешнего и внутреннего характера) и определение первичной инвестиционной привлекательности компании (как набора совокупности параметров-показателей, взвешенных по значимости и учитывающих предпочтения инвесторов). На втором этапе возможна оценка стоимости компании (определение стоимостного показателя с использованием основных подходов к оценке бизнеса). На третьем этапе возможно определение инвестиционной привлекательности компании как степени соответствия основных параметров со-

стояния и стоимости основным ограничениям и предпочтениям инвестора.

## Литература

1. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент: Учебный курс. – К.: Эльга-Н, Ника-Центр, 2002. – 448 с.
2. Зубкова Л. Д. Финансово-инвестиционный процесс субъекта федерации, автореферат, Тамбов, 2004. – С. 25.
3. Попова Е. Б. Развитие микроэкономической системы предприятия на основе динамики инвестиционного процесса, автореферат, Тамбов, 2003. – С. 25.
4. Томпсон А. А., Стрикленд А. Дж. Стратегический менеджмент. Искусство разработки и реализации стратегии. Учебник для вузов: Пер. с англ. – М.: Банки и биржи, 1998. – 576 с.
5. Сирил Левицки. Как разработать стратегию. Практические рекомендации по созданию реальных стратегий / Пер. с англ. – Днепропетровск, Баланс-Клуб, 2003. – 328 с.
6. Методика интегральной оценки инвестиционной привлекательности предприятий и организаций. Приказ №22 от 23.02.1998, Агентство по вопросам предотвращения банкротства предприятий и организаций.
7. Оценка имущества и имущественных прав в Украине. Монография/ Н. Лебедь. А. Мендрул, В. Ларцев и др. Под ред. Н. Лебедь. – К.: ООО «Информационно-издательская фирма «Принт-Экспресс», 2002. – 688 с.
8. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). Учебное пособие / Под ред. Н. А. Абдуллаева, Н. А. Колайко. – М.: Издательство «ЭКМОС», 2000. – 352 с.
9. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент. – Киев: МП «ИТЕМ» ЛТД, «Юнайтед Лондон Трейд Лимитед», 1995. – 448 с.
10. Строкович А. В. Количественная оценка инвестиционной привлекательности предприятий // Бизнес-Информ. – 1998. – №5. – С. 20–23.
11. Костяшкин А. Private Equity – бизнес терпеливых // Рынок ценных бумаг, №8(287), 2005. – С. 54–57.
12. Дубровских А. Прямые инвестиции в российские производственные компании // Управление компанией, №11(30), 2003. – С. 54–57.
13. Семенов А., Рафиков С. Прямые инвестиции и IPO: две стороны одной медали // Рынок ценных бумаг, №12(315), 2006. – С. 36–37.
14. Бурцев В. Бизнес-сегменты предприятия: новый взгляд // Рынок ценных бумаг, №12(315), 2006. – С. 54–57.