

УДК 330.341.42

Ю. К. Беседа, аспирант, м. н. с., Донецкий национальный университет

ВЫБОР ПОКАЗАТЕЛЕЙ ОЦЕНКИ ФИНАНСОВО–ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОТЕНЦИАЛА СУБЪЕКТОВ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРА ЭКОНОМИКИ

В статье рассмотрены характеристики финансово-инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики. На их основе предложен методический подход к выбору показателей оценки финансово-инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики. Получены выводы относительно определения уровня финансово-инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики.

Ключевые слова: характеристики финансово-инвестиционного потенциала, система показателей оценки, уровень финансово-инвестиционного потенциала

Рис. 1, табл. 1, лит. 14.

Ю. К. Беседа

ВИБІР ПОКАЗНИКІВ ОЦІНКИ ФІНАНСОВО–ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПОТЕНЦІАЛУ СУБ'ЄКТІВ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРА ЕКОНОМІКИ

У статті розглянуті характеристики фінансово-інвестиційного потенціалу суб'єктів реального сектора економіки. На їх основі запропоновано методичний підхід до вибору показників оцінки фінансово-інвестиційного потенціалу суб'єктів реального сектора економіки. Отримано висновки щодо визначення рівня фінансово-інвестиційного потенціалу суб'єктів реального сектора економіки.

Ключові слова: характеристики фінансово-інвестиційного потенціалу, система показників оцінки, рівень фінансово-інвестиційного потенціалу

Y. K. Beseda

SELECTING OF ESTIMATED INDICATORS OF FINANCIAL AND INVESTMENT POTENTIAL OF REAL ECONOMY SECTOR SUBJECTS

The article considers the characteristics of the financial and investment potential of real economy sector subjects. The methodical approach to the selection of indicators for assessing the financial and investment potential of real economy sector subjects is proposed. The findings help to determine the level of the financial and investment potential of real economy sector subjects.

Keywords: characteristics of financial and investment potential, the system of estimated indicators, the level of financial and investment potential

Постановка проблеми. Динамика экономических изменений и процессов в условиях глобализации и циклических колебаний экономики определяют необходимость концентрировать усилия субъектов реального сектора экономики на обеспечении устойчивого функционирования и развития за счет повышения гибкости, развития адаптационных возможностей и наращивания объемов финансово-инвестиционного потенциала. В этой связи, основным фактором, сдерживающим возможности субъектов реального сектора экономики в определении перспектив своего развития, является отсутствие системы показателей оценки финансово-инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики, без которой не представляется возможным определить ориентиры их устойчивого функционирования.

Отсюда актуальной задачей является выбор показателей оценки финансово-инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики. Определение показателей оценки финансово-инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики является сложной задачей, решение которой зависит от отраслевых и индивидуальных особенностей субъектов реального сектора экономики, которые проявляются в специфике их деятельности, условиях функционирования, целях анализа и т. д.

Анализ последних исследований и публикаций. Особый научный и практический интерес по проблеме исследования вызывают работы украинских и российских ученых: Ф. С. Тумусова [1], В. С. Барда [2], Г. Марченко, О. Мачульской [3], П. И. Мирошниченко [4], И. В. Сименко [5] и др., в основу которых положены подходы, регламентирующие инструментарий оценки инвестиционного и финансового потенциалов, который может быть использован при определении уровня финансово-инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики. Определение уровня финансово-инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики позволяет сформировать комплексное представление субъектов реального сектора экономики о степени использования своих финансовых и инвестиционных ресурсов, определяющих их адаптационные возможности. Выявленные адаптационные возможности будут способствовать эффективному формированию и использованию финансово-инвестиционного потенциала, созданию резервов его повышения с целью обеспечения устойчивого функционирования и развития субъектов реального сектора экономики.

Определение вопросов, которые не решены в данной для исследования проблематике. Следует отметить, что в экономической литературе нет единства мнений относительно определения системы показателей оценки финансово-инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики, как «совокупности величин, всесторонне отображающих состояние и развитие данного субъекта или явления» [6, с. 46]. Как правило, исследователи руководствуются лишь отдельными методами оценки и диагностики различных составляющих финансово-инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики, при этом не учитываются существенные характеристики финансово-инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики, которые во многом определяют систему показателей его оценки (рис. 1).

В основу оценки финансово-инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики положен принцип дифференциации выбора показателей финансово-инвестиционного потенциала на основе выделения его активной и пассивной составляющих, а также существенных характеристик. При этом в структуре финансово-инвестиционного потенциала изначально выделены две его подсистемы — финансовая и инвестиционная, определяющие соответствующие направления оценки в разрезе его ключевых характеристик.

Целью статьи является выбор показателей оценки финансово-инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики.

Основные результаты исследования. Представим оценку основных характеристик финансово-инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики в табл. 1. Согласно ей величиной активного финансового потенциала субъектов реального сектора экономики (VFP_A) является количественная мера, отражающая обеспеченность субъектов реального сектора экономики собственными финансовыми ресурсами. Эта обеспеченность выражается величиной свободных денежных потоков в структуре активов субъекта реального сектора экономики. Рост величины финансово-инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики приводит к увеличению результативного показателя — уровня финансово-инвестиционного потенциала и характеризует устойчивое финансовое положение субъектов реального сектора экономики.

Очевидно, что любому субъекту реального сектора экономики недостаточно только внутренних финансовых ресурсов для успешной реализации своей деятельности,



Рис. 1. Характеристики финансово-инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики

Таблиця 1

Показатели оценки характеристик финансово-инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики

| Название характеристики | Формула | Условные обозначения | Диапазон значений (%), уровень (Y) | Номер формулы |
|---|---|--|---|---------------|
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| <i>Финансовый потенциал субъектов реального сектора экономики</i> | | | | |
| Величина активного финансового потенциала субъектов реального сектора экономики (VFP_A) | $VFP_A = \frac{FCF}{A} = \frac{NP + NNC + IF(1-h) - FCI - WCI}{A}$ | <p>FCF — свободный денежный поток субъекта реального сектора экономики;</p> <p>NP — чистая прибыль</p> <p>NNC — чистые нецелевые расходы, включая амортизационные отчисления;</p> <p>IF — процентные платежи по заемному финансированию;</p> <p>h — ставка налогообложения прибыли;</p> <p>FCI — инвестиции в оборотные активы;</p> <p>WCI — инвестиции в рабочий капитал;</p> <p>A — активы субъекта реального сектора экономики</p> | <p>[45–∞], Y=1</p> <p>[20–45), Y=0,5</p> <p>[0–20), Y=0</p> | 1 |
| Величина пассивного финансового потенциала субъектов реального сектора экономики (VFP_P) | $VFP_P = \frac{OFR + BFR}{A};$ $BFR = \frac{D_0 - D_f}{E_f};$ $OFR = S \cdot (TQ - 1);$ $TQ = \frac{MV}{C}$ | <p>BFR — объем заемных финансовых ресурсов, который способен дополнительно привлечь субъект реального сектора экономики;</p> <p>OFR — объем собственных финансовых ресурсов, который способен дополнительно привлечь субъект реального сектора экономики;</p> <p>D_0 — целевой заемный капитал;</p> <p>D_f — фактический заемный капитал;</p> <p>E_f — фактический собственный капитал;</p> <p>S — акционерный капитал;</p> <p>TQ — коэффициент Тобина;</p> <p>MV — рыночная стоимость активов;</p> <p>C — восстановительная стоимость активов, равная сумме расходов, необходимых для приобретения активов субъекта реального сектора экономики по текущим ценам</p> | <p>[70–∞], Y=1</p> <p>[40–70), Y=0,5</p> <p>[0–40), Y=0</p> | 2 |
| Стоимость активного финансового потенциала субъектов реального сектора экономики (CFP_A) | $CFP_A = WACC = E \cdot d_e + D \cdot d_D \cdot (1-h)$ | <p>$WACC$ — средневзвешенная стоимость капитала субъекта реального сектора экономики;</p> <p>E — собственный капитал;</p> <p>d_e — доля (стоимость) собственного капитала;</p> <p>d_D — доля (стоимость) заемного капитала</p> | <p>[55–∞], Y=1</p> <p>[30–55), Y=0,5</p> <p>[0–30), Y=0</p> | 3 |
| Стоимость пассивного финансового потенциала субъектов реального сектора экономики (CFP_P) | $CFP_P = \frac{ROE \cdot MR}{A} + \frac{(D_0 - D_f) \cdot h \cdot r}{A}$ | <p>ROE — рентабельность собственного капитала;</p> <p>MR — величина резерва денежных средств;</p> <p>r — ставка кредитных займов</p> | <p>[40–∞], Y=1</p> <p>[15–40), Y=0,5</p> <p>[0–15), Y=0</p> | 4 |

Продолжение таблицы 1

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|---|---|--|---|---|
| <p>Инновационность активного финансового потенциала субъектов реального сектора экономики (IFP_A)</p> | $IFP_A = 1,33 FCF - A \geq 0$ | <p>FCF — свободный денежный поток субъекта реального сектора экономики, отражающий объем финансовых ресурсов, доступных для распределения между собственниками и кредиторами после осуществления всех операционных выплат и осуществления необходимых инвестиций</p> | <p>$[0-\infty]$, $Y=1$ $[0]$, $Y=0,5$ $[-\infty-0)$, $Y=0$</p> | 5 |
| <p>Инновационность пассивного финансового потенциала субъектов реального сектора экономики (IFP_p)</p> | $IFP_p = 6,67(OFR + BFR) - A \geq 0$ | <p>BFR — объем заемных финансовых ресурсов, который способен дополнительно привлечь субъект реального сектора экономики; OFR — объем собственных финансовых ресурсов, который способен дополнительно привлечь субъект реального сектора экономики</p> | <p>$[0-\infty]$, $Y=1$ $[0]$, $Y=0,5$ $[-\infty-0)$, $Y=0$</p> | 6 |
| <p>Ресурсозависимость финансового потенциала субъектов реального сектора экономики (RFP)</p> | $RFP = K_A = \frac{E}{A};$ $RFP = K_m = \frac{CA}{A};$ $RFP = K_f = \frac{NOCF}{NICE}$ | <p>K_A — коэффициент автономии субъекта реального сектора экономики; K_m — коэффициент маневренности субъекта реального сектора экономики; K_f — коэффициент финансирования инвестиционной деятельности субъекта реального сектора экономики за счет потоков от операционной деятельности; CA — текущие активы; $NOCF$ — чистый денежный поток от операционной деятельности субъекта реального сектора экономики; $NICE$ — чистый денежный поток от инвестиционной деятельности субъекта реального сектора экономики</p> | <p>$[40-\infty]$, $Y=1$ $[15-40)$, $Y=0,5$ $[0-15)$, $Y=0$</p> <p>$[70-\infty]$, $Y=1$ $[50-70)$, $Y=0,5$ $[0-50)$, $Y=0$</p> <p>$[50-\infty]$, $Y=1$ $[50]$, $Y=0,5$ $[0-50)$, $Y=0$</p> | 7 |
| <p>Конфликтность финансового потенциала субъектов реального сектора экономики (GFP)</p> | $GFP_{1,1} = \frac{OC}{A};$ $GFP_{1,2} = DFL = \frac{\Delta EPS}{\Delta EBIT};$ $GFP_2 = \frac{D \cdot \Delta r}{A};$ $GFP_3 = HHI = \sum_{i=1}^n S_i^2, \quad i=1, \dots, n$ | <p>GFP — агентский конфликт между менеджерами и собственниками; GFP_2 — агентский конфликт между кредиторами и собственниками; GFR_2 — агентский конфликт между мажоритариями и миноритариями; OC — операционные расходы; DFL — сила финансового левирования; ΔEPS — изменение показателя прибыли на акцию (%); $\Delta EBIT$ — изменение операционной прибыли субъектов реального сектора экономики (%); Δr — разница между ставкой кредитного займа и ставкой рефинансирования; HHI — индекс Херфиндала-Хиршмана; S_i — доля i-акционера, формирующего уставный капитал субъекта реального сектора экономики</p> | <p>$[50-\infty]$, $Y=1$ $[50]$, $Y=0,5$ $[0-50)$, $Y=0$</p> <p>$[10-\infty]$, $Y=1$ $[5-10)$, $Y=0,5$ $[0-5)$, $Y=0$</p> <p>$[0-50)$, $Y=1$ $[50-100)$, $Y=0,5$ $[100]$, $Y=0$</p> | 8 |
| <p>Импортонезависимость финансового потенциала субъектов реального сектора экономики ($ImFP$)</p> | $ImFP = \frac{N}{A}$ | <p>N — фактически привлеченный капитал нерезидентов; A — активы субъекта реального сектора экономики</p> | <p>$[10-20]$, $Y=1$ $[20-50)$, $Y=0,5$ $[50-\infty]$, $Y=0$</p> | 9 |

Продолжение таблицы 1

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|--|--|--|--|----|
| Экспортная зависимость финансового потенциала субъектов реального сектора экономики ($ExFP$) | $ExFP = \frac{(OFE - IFE) - OFO - FFO - IFO}{OE + IE + FE}$ | OFE, IFE — поступление денежных средств в иностранной валюте от операционной и инвестиционной деятельности субъекта реального сектора экономики соответственно; OFO, FFO, IFO — отток денежных средств в иностранной валюте от операционной и инвестиционной деятельности субъекта реального сектора экономики соответственно; OE, FE, IE — поступление денежных средств в национальной и иностранной валюте от операционной, финансовой и инвестиционной деятельности субъекта реального сектора экономики соответственно | [50-∞], $Y=1$ [20-50], $Y=0,5$ [0-20], $Y=0$ | 10 |
| <i>Инвестиционный потенциал субъектов реального сектора экономики</i> | | | | |
| Величина активного инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики (VIP_A) | $VIP_A = R_A = \frac{NP}{A}$ | R_A — рентабельность активов; NP — чистая прибыль. | [5-∞], $Y=1$ [1-5], $Y=0,5$ [-∞-1], $Y=0$ | 11 |
| Величина пассивного инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики (VIP_p) | $VIP_p = VIP_A - VIP_A^{analog}$ | VIP_A^{analog} — величина пассивного инвестиционного потенциала предприятия-аналога в исследуемой отрасли реального сектора экономики | [0,5-10], $Y=1$ [10-30], $Y=0,5$ [30-∞], $Y=0$ | 12 |
| Стоимость активного инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики (CIP_A) | $CIP_A = R_A^{etolon} = MF^{max} \cdot LF^{max} \cdot TF^{max} \cdot PF^{max} \cdot R_A$ | R_A^{etolon} — эталонное значение рентабельности активов субъектов реального сектора экономики; MF — рыночные факторы; LF — трудовые факторы; TF — технико-технологические факторы; PF — производственные факторы | [50-∞], $Y=1$ [10-50], $Y=0,5$ [0-10], $Y=0$ | 13 |
| Стоимость пассивного инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики (CIP_p) | $CIP_p = R_A - R_A^{etolon}$ | R_A — рентабельность активов субъекта реального сектора экономики | [0-10], $Y=1$ [10-30], $Y=0,5$ [30-50], $Y=0$ | 14 |
| Инновационность активного инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики (IP_A) | $IP_A = R_A = \frac{IP}{II}$ | R_A — индекс рентабельности инновационной деятельности; IP — доход от инновационной деятельности; II — объем инвестиций в инновационную деятельность | [45-∞], $Y=1$ [10-45], $Y=0,5$ [0-10], $Y=0$ | 15 |
| Инновационность пассивного инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики (IP_p) | $IP_p = IP_A - IP_A^{analog}$ | IP_A^{analog} — доходность от инновационной деятельности предприятия-аналога в исследуемой отрасли реального сектора экономики | [0,5-10], $Y=1$ [10-30], $Y=0,5$ [30-∞], $Y=0$ | 16 |

Продолжение таблицы 1

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|--|---|--|--|-----------|
| <p>Ресурсозависимость инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики (<i>RIP</i>)</p> | $RIP = \sigma = \frac{\Delta F^2}{4};$ $\Delta F = F_i - \sqrt[n]{\prod_{i=1}^n F_i};$ $F_1 \cdot F_2 \cdot F_3 \cdot F_4 = \frac{NP}{R} \cdot \frac{R}{BPA} \cdot \frac{BPA}{MC} \cdot \frac{MC}{A}$ | <p>ΔF — отклонение каждого фактора, влияющего на инвестиционные ресурсы субъекта реального сектора экономики, от их среднегеометрического значения; σ — среднеквадратическое отклонение; F_i — фактор, влияющий на инвестиционные ресурсы субъекта реального сектора экономики; BPA — основные производственные фонды; MC — материальные затраты</p> | <p>[35-∞], $Y=1$ [15-35], $Y=0,5$ [0-15], $Y=0$</p> | <p>17</p> |
| <p>Конфликтотенность инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики (<i>GIP</i>)</p> | $GIP_1 = \frac{P}{W+B};$ $GIP_2 = K_A = \frac{E}{A};$ $GIP_3 = ROR$ | <p>GIP_1 — агентский конфликт между работниками и собственниками; GIP_2 — агентский конфликт между субъектом реального сектора экономики и поставщиками; GIP_3 — агентский конфликт между субъектом реального сектора экономики и покупателями; P — валовая прибыль субъекта реального сектора экономики; W — заработная плата работников; B — премии персоналу</p> | <p>[0-100], $Y=1$ [100-200], $Y=0,5$ [200-∞], $Y=0$ [40-∞], $Y=1$ [15-40], $Y=0,5$ [0-15], $Y=0$ [0-250], $Y=1$ [250-500], $Y=0,5$ [500-∞], $Y=0$</p> | <p>18</p> |
| <p>Импортозависимость инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики (<i>ImIP</i>)</p> | $ImIP = \frac{ImC}{A}$ | <p>ImC — расходы на импорт сырья и материалов</p> | <p>[0-20], $Y=1$ [20-50], $Y=0,5$ [50-100], $Y=0$</p> | <p>19</p> |
| <p>Экспортотенность инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики (<i>ExpIP</i>)</p> | $ExpIP = \frac{ExpP}{P}$ | <p>$ExpP$ — прибыль от экспортной деятельности субъекта реального сектора экономики</p> | <p>[50-100], $Y=1$ [25-50], $Y=0,5$ [0-25], $Y=0$</p> | <p>20</p> |

поэтому способность субъектов реального сектора экономики дополнительно привлекать необходимый объем собственных и заемных финансовых ресурсов характеризуется величиной пассивного финансового потенциала субъектов реального сектора экономики (VFP_p).

Объем собственных и заемных финансовых ресурсов, которые способны дополнительно привлечь субъекты реального сектора экономики тем выше, чем выше: доля необоротных активов субъектов реального сектора экономики; возможность субъектов реального сектора экономики финансировать инвестиционные вложения за счет средств от операционной деятельности; степень покрытия долга денежными потоками от операционной деятельности; рентабельность текущих активов и акционерного капитала; доля прибыли, направляемая на выплаты собственникам; запас долговой способности субъектов реального сектора экономики.

Немаловажной характеристикой в оценке финансово-инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики является стоимость активного финансового потенциала (CFP_A), которая определяется как цена использования финансовых ресурсов, определяемая на основе средневзвешенной стоимости собственных и заемных финансовых ресурсов субъектов реального сектора экономики. Она интегрирует в себе совокупность элементов сформированного (формируемого) капитала и оценивается на основе финансовых расходов за использование вложенных в деятельность субъектов реального сектора экономики финансовых ресурсов.

В свою очередь, стоимость пассивного финансового потенциала субъектов реального сектора экономики (CFP_p) представляет собой издержки, возникающие в результате формирования пассивного финансового потенциала, отражающие упущенную выгоду, как результат поддержания резервов денежных средств и долговой способности субъектов реального сектора экономики. При этом, упущенная выгода, возникающая в результате поддержания долговой способности субъектов реального сектора экономики оценивается на основе снижения эффекта налогового щита вследствие уменьшения объемов заемного финансирования.

Оценка инновационности финансово-инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики включает в себя показатели, характеризующие способность субъектов реального сектора экономики надлежащим образом обеспечивать свою инновационную деятельность.

Инновационность активного финансового потенциала субъектов реального сектора экономики (IFP_A) представляет собой способность субъектов реального сектора экономики внедрять инновации за счет собственных финансовых ресурсов. Ее оценка основывается на закономерной взаимосвязи величины свободного денежного потока субъектов реального сектора экономики и их возможностей осуществлять финансирование инновационной деятельности. При этом необходимо учитывать предположение о первоочередности использования собственных финансовых ресурсов в структуре активов, более двух третей которых позволяют осуществлять необходимые инвестиции, реализуя потребности простого воспроизводства.

В свою очередь, инновационность пассивного финансового потенциала субъектов реального сектора экономики (IFP_p) отражает способность субъектов реального сектора экономики внедрять инновации за счет дополнительного привлечения собственных и заемных финансовых ресурсов. Исходным показателем, определяющим степень инновационности пассивного финансового потенциала является совокупность собственных и заемных ресурсов субъектов реального сектора экономики, т. е. величина пассивного финансового потенциала субъектов реального сектора экономики.

Следует отметить, что параллельно с обеспечением своей инновационной деятельности, субъекты реального сектора экономики, в первую очередь, должны обеспечить постоянный доступ к необходимому объему собственных и заемных финансовых ресурсов для обеспечения инвестиционной деятельности. Такую способность определяет характеристика ресурсозависимости финансового потенциала субъектов реального

сектора экономики (*RFP*), оцениваемая на основе коэффициентов платежеспособности (структуры капитала) субъектов реального сектора экономики, которые характеризуют степень их независимости от заемных финансовых ресурсов и достаточности собственных финансовых ресурсов для финансирования необходимых активов.

В процессе формирования и распределения финансовых ресурсов субъектов реального сектора экономики важной является оценка степени удовлетворения интересов всех участников агентских отношений, о чем свидетельствует уровень конфликтности финансового потенциала субъектов реального сектора экономики (*GFP*). При этом конфликты при формировании и использовании финансового потенциала могут возникать между следующими группами агентов: менеджерами и собственниками, кредиторами и собственниками, миноритариями и мажоритариями.

Отношения между собственниками и менеджерами являются классическим примером агентских отношений, которые можно определить как «контракт, в соответствии с которым один (или более) индивидуум (принципал) нанимает другого индивидуума (агента) для производства некоторых услуг, которое сопряжено с делегированием права контроля над собственностью агенту [7, с. 82]. Наиболее часто возникают четыре основные агентские проблемы:

Действенным механизмом разрешения агентских конфликтов внутри субъектов реального сектора экономики может быть структура капитала. Эта идея представлена в моделях оптимальной структуры капитала Дженсена и Меклинга [8], Гроссмана и Харта [9], Харриса и Равива [10], Шульца [11], Даймонда [12]. Ученые утверждают, что любое увеличение долгового финансирования (левериджа) в структуре капитала корпорации будет косвенно увеличивать долю обыкновенных голосующих акций в собственности менеджмента и, таким образом, служить механизмом разрешения агентских конфликтов между менеджерами и собственниками.

В случае агентского конфликта между кредиторами и собственниками кредиторы имеют право на часть доходов субъекта реального сектора экономики в размере процентов и выплат в счет погашения основного долга, а также на активы субъекта реального сектора экономики в случае его банкротства. Однако, контроль за решениями, от которых зависят рентабельность и рисковость активов, осуществляют собственники. Необходимо отметить, что размер агентских издержек в такого рода конфликтах является сложно идентифицированной величиной. Однако, при их оценке следует учитывать закономерности роста рисков с увеличением величины финансового левериджа, а также предполагать рост рисковой премии в кредит и ставки данного субъекта реального сектора экономики.

В условиях несовершенства системы корпоративного управления субъектов реального сектора экономики в Украине привлекает внимание агентский конфликт между мажоритариями и миноритариями [9]. Заметим, что концентрация собственности в руках нескольких инвесторов усиливает заинтересованность акционеров в максимизации ее стоимости, что часто приводит к усилению мониторинга в деятельности менеджеров. Для оценки концентрации применяется индекс Херфиндала-Хиршмана (*HHI*), рост которого будет указывать на повышение уровня конфликтности формирования и использования финансового потенциала субъекта реального сектора экономики [13].

Внешнее финансирование субъектов реального сектора экономики увеличивает степень открытости субъектов реального сектора экономики к влиянию неблагоприятных тенденций мировой финансовой конъюнктуры. Поэтому целесообразным является оценить степень независимости субъектов реального сектора экономики от внешних финансовых источников, привлекаемых на мировых рынках, как импортнезависимости финансового потенциала субъектов реального сектора экономики (*ImFP*).

В свою очередь, степень зависимости доходов субъектов реального сектора экономики от валютных поступлений будет указывать на экспортозависимость финансово-

го потенциала субъектов реального сектора экономики (*ExFP*), которая представляет собой степень зависимости субъектов реального сектора экономики от операционных поступлений в иностранной валюте при покрытии формирующегося дефицита средств в иностранной валюте. Проведение оценки данной характеристики финансового потенциала субъектов реального сектора экономики неразрывно связано с показателями, характеризующими денежные потоки в иностранной валюте, образующиеся в результате операционной, инвестиционной и финансовой деятельности.

На основе результативного подхода к сущности потенциала величина активного инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики (VIP_A) определена, как количественная мера, отражающая способность субъектов реального сектора экономики эффективно использовать инвестиционные ресурсы. Индикатором доходности, указывающим на эффективность деятельности субъектов реального сектора экономики, выступает рентабельность активов.

Следует отметить, что финансово-инвестиционный потенциал субъектов реального сектора экономики обладает скрытым запасом не выявленных возможностей, резервов его потенциального увеличения, о чем свидетельствует величина пассивного инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики (VIP_p). Она представляет собой количественную меру, отражающую потенциальный уровень доходности субъектов реального сектора экономики с позиции имеющихся инвестиционных ресурсов. Это величина характеризует незадействованные имеющиеся резервы инвестиционных ресурсов, т. е. упущенные возможности субъектов реального сектора экономики.

Величина пассивного инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики оценивается на основе сопоставления достигнутого уровня доходности субъекта реального сектора экономики, в отношении которого принимается решение, с достигнутым уровнем доходности предприятия-аналога в исследуемой отрасли реального сектора экономики.

Очевидно, что формирование и наращивание объемов финансово-инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики невозможно без анализа эффективности распределения его ресурсов, который позволяет определить выгоды субъектов реального сектора экономики, потерянные вследствие не использования ресурсов в наиболее доходной из всех возможных видов их деятельности. Об эффективности распределения инвестиционных ресурсов субъектов реального сектора экономики можно судить, исходя из их альтернативной стоимости, представленной стоимостью активного инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики (CIP_A).

Стоимость активного инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики оценивается с точки зрения потерянной возможности наиболее эффективного использования инвестиционных ресурсов субъектами реального сектора экономики и определяется на основе факторов, непосредственно влияющих на величину активного инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики. Такой анализ позволяет выявить наиболее успешных субъектов реального сектора экономики отдельно по каждому фактору, тем самым определив совокупные скрытые (потерянные) возможности использования инвестиционных ресурсов исследуемого объекта, сформировав эталонное значение рентабельности активов субъектов реального сектора экономики.

В свою очередь, стоимость пассивного инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики (CIP_p) — это мера, отражающая запас возможностей в достижении потенциального уровня доходности за счет улучшения инвестиционных ресурсов субъектов реального сектора экономики. Запас возможностей субъектов реального сектора экономики, согласно упущенным выгодам оценивается на основе сравнения достигнутого уровня рентабельности активов субъекта реального сектора экономики с его эталонным значением.

В целях обеспечения устойчивого функционирования и развития субъектов реального сектора экономики в условиях нестабильной рыночной среды и выявления их конкурентных преимуществ необходимо оценить уровень инновационности активного инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики ($ИП_A$), как способности субъектов реального сектора экономики эффективно осуществлять инновационную деятельность. Эту способность субъектов реального сектора экономики отражает индекс рентабельности инновационной деятельности.

Инновационность пассивного инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики ($ИП_P$) представляет собой меру, отражающую запас возможностей в достижении определенного уровня доходности от инновационной деятельности субъектов реального сектора экономики. Данная характеристика оценивается на основе сравнения степени доходности от инновационной деятельности исследуемого субъекта реального сектора экономики с доходностью от инновационной деятельности предприятия-аналога в соответствующей отрасли реального сектора экономики.

К сожалению, субъекты реального сектора экономики ограничены в использовании каждого вида инвестиционного ресурса, о чем свидетельствует ресурсозависимость инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики ($РИП$). В основу оценки данной характеристики целесообразно положить степень равномерности получаемых эффектов от их использования и, следовательно, эффективности или производительности отдельных факторов, влияющих на инвестиционные ресурсы. С этой точки зрения, чем в большей степени эффективность деятельности субъекта реального сектора экономики зависит от определенного ресурса, тем больше проявляется его зависимость от конкретного фактора.

Во время распределения инвестиционных ресурсов субъектов реального сектора экономики важной является оценка степени удовлетворения интересов всех участников агентских отношений, о чем свидетельствует уровень конфликтности инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики ($ГИП$). Конфликты могут возникать между следующими группами агентов: работниками и собственниками, субъектом реального сектора экономики и поставщиками, субъектом реального сектора экономики и покупателями.

В случае, когда заработная плата и премии рабочему персоналу занимают значительное место в структуре расходов субъектов реального сектора экономики, то и прибыль, соответственно, уменьшается пропорционально этим расходам. Поэтому собственники заинтересованы в уменьшении заработной платы работников, о чем может свидетельствовать агентский конфликт между работниками и собственниками.

Отметим, что агентский конфликт между субъектом реального сектора экономики и поставщиками возникает, когда поставщики хотят знать, достаточно ли у субъекта реального сектора экономики денежных средств, чтобы оплатить их требования, а субъект реального сектора экономики, в свою очередь, должен быть уверен в качестве и сроках доставки продукции. Анализ показателей платежеспособности субъектов реального сектора экономики позволяет сделать соответствующие выводы о степени развития этого агентского конфликта. Помимо конфликта с поставщиками, у субъектов реального сектора экономики могут возникнуть агентские конфликты и с покупателями, когда последние приобретают продукцию в кредит. В свою очередь, субъект реального сектора экономики должен быть уверен в своевременном погашении дебиторской задолженности.

Деятельность субъектов реального сектора экономики должна быть направлена на рациональное использование импортируемых ресурсов, в то время, как объемы экспортной деятельности необходимо увеличивать в целях роста прибыли и занятия конкурентной ниши в доле экспортоориентрованных субъектов реального сектора экономики, о чем свидетельствуют импортнезависимость и экспортозависимость инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики.

Импортонезависимость инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики (*ImIP*) представляет собой способность субъектов реального сектора экономики обеспечивать свою операционную и инвестиционную деятельность за счет приобретаемых активов отечественного производства. В свою очередь, экспортозависимость инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики (*ExIP*) — это степень зависимости валовых доходов субъектов реального сектора экономики от прибыли, полученной в результате экспортной деятельности.

Поскольку оценка финансово-инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики осуществляется одновременно сопоставлением результатов активной и пассивной, финансовой и инвестиционной составляющих, то необходимо ввести единую систему оценки уровня финансово-инвестиционного потенциала. Для этого воспользуемся условными оценками из табл. 1, допуская что показатели каждой характеристики финансово-инвестиционного потенциала имеют низкий, средний и высокий уровень в соответствии с предполагаемым оценочным значением, где максимальный балл (1) присваивается значению показателя, относящемуся к самому высокому уровню, средний (0,5) — к среднему уровню, а минимальный балл (0) — соответственно, к самому низкому уровню характеристики финансово-инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики.

В случае, когда такие характеристики, как ресурсозависимость и конфликтогенность финансово-инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики оцениваются одновременно с помощью нескольких показателей, то при определении уровня каждой из характеристик будем выбирать наиболее пессимистическое значение из показателей, тем самым оправдывая, а не завышая результаты исследования при дальнейшем выявлении адаптационных возможностей финансово-инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики.

Значимость всех характеристик в структуре финансового потенциала субъектов реального сектора экономики при определении его уровня (*YFP*) учтена следующим образом:

$$YFP = \sum_{i=1}^n YFX_i,$$

где YFX_i — уровень i -характеристики финансового потенциала субъекта реального сектора экономики.

Аналогичным образом определяется уровень инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики (*YIP*):

$$YIP = \sum_{i=1}^n YIX_i,$$

где YIX_i — уровень i -характеристики инвестиционного потенциала субъекта реального сектора экономики.

Уровень финансово-инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики (*YFIP*) выступает при этом как показатель, интегрирующий разнонаправленное влияние показателей оценки уровня финансового и инвестиционного потенциалов:

$$YFIP = w_F YFP + w_I YIP,$$

где w_F, w_I — весовые коэффициенты, определяющие степень значимости финансового потенциала и инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики соответственно.

Выводы. Предложенный методический подход к выбору показателей оценки финансово-инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики на основе выделения сущностных характеристик потенциала, его активной и пассивной, финансовой и инвестиционной составляющих, позволяет значительно рас-

ширить аналитические возможности проводимого исследования, и сделать необходимые выводы, направленные на получение конечного результата оценки финансово-инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики — определение его уровня.

В перспективе дальнейшие исследования целесообразно проводить в направлении поиска моделей оптимизации структуры финансово-инвестиционного потенциала субъектов реального сектора экономики с учетом предложенной системы показателей его оценки.

ЛИТЕРАТУРА

1. Бард В. С. Финансово-инвестиционный потенциал экономики (мифы и реалии) [Текст] / В. С. Бард // Эквивалент. — № 3. — 2003. — С. 17-21.
2. Тумусов Ф. С. Инвестиционный потенциал региона: теория, проблемы, практика [Текст] / Ф. С. Тумусов — М.: Экономика, 1999. — 272 с.
3. Марченко Г. Исследование инвестиционного климата регионов России: проблемы и результаты [Текст] / Г. Марченко, О. Мачульская // Вопросы экономики. — 1999. — № 9. — С. 24-35.
4. Мірошніченко П. І. Активізація використання інвестиційного потенціалу регіону : Автореф. дис. на здобуття ступ. канд. екон. наук [Текст] : спец. 08.00.05 «Розвиток продуктивних сил і регіональна економіка» / П. І. Мірошніченко. — Донецьк, 2007. — 20 с.
5. Сименко И. В. Анализ финансово-экономического потенциала предприятия [Текст] : Учебное пособие / И. В. Сименко. — Донецк: ДонДУЕТ, 2004. — 145 с.
6. Баканов М. И. Теория экономического анализа [Текст] : Учебник / М. И. Баканов, А. Д. Шеремет. — М.: Финансы и статистика, 1999. — 416 с.
7. Рудык Н. Б. Структура капитала корпораций: теория и практика [Текст] / Н. Б. Рудык. — М.: Дело, 2004. — 272 с.
8. Jensen M. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [Текст] / M. Jensen, W. Meckling // Journal of Financial Economics. — 1976. — № 3. — P. 305-360.
9. Grossman S. Corporate Financial Structure and Managerial Incentives [Текст] / S. Grossman, O. Hart. — Chicago: University of Chicago Press, 1982.
10. Harris M. Capital Structure and Information Role of Debt [Текст] / M. Harris, A. Raviv // Journal of Finance. — 1990. — № 45. — P. 321-349.
11. Stulz R. Managerial Discretion and Optimal Financing Policies [Текст] / R. Stulz // Journal of Financial Economics. — 1990. — № 26. — P. 3-27.
12. Diamond D. Reputation Acquisition in Debt Markets [Текст] / D. Diamond // Journal of Political Economy. — 1989. — № 97. — P. 828-862.
13. Hannah L. Concentration in modern industry: theory, measurement and UK experience [Текст] / L. Hannah, J. A. Kay. — London, 1977.
14. Краснокутська Н. С. Потенціал підприємства: формування та оцінка [Текст] : Навчальний посібник / Н. С. Краснокутська. — Х.: ХДУХТ, 2004. — 287 с.

Представлено в редакцію 29.04.2013 р.