

**Дорошенко Ю.А.**

д-р экон. наук, профессор, зав. кафедрой стратегического управления  
Белгородского государственного технологического университета  
им. В. Г. Шухова,  
ROGOVA@intbel.ru

**Быков К.С.**

аспирант кафедры стратегического управления Белгородского  
государственного технологического университета им. В.Г. Шухова

# Факторы, влияющие на инвестиционную деятельность

систематизация факторов  
инвестиционной деятельности в целях  
построения регрессионных моделей

## Аннотация

Управление инвестициями зависит от факторов, выбранных для регрессионного анализа и определяющих специфику инвестиционной деятельности российских предприятий. Какие из них являются наиболее важными? В статье авторы делают обзор факторов, проверка значимости которых, по их мнению, представляет наибольший интерес. Предлагается систематизировать данные показатели по двум классификационным признакам: по отношению к компании, осуществляющей инвестиции, и по отношению к влиянию на создаваемую стоимость.

**Ключевые слова:** инвестиционная деятельность, внешние факторы, внутренние факторы, фундаментальные факторы, нефундаментальные факторы, регрессионная модель, стоимость

Метод моделирования является неотъемлемой частью обоснования любого серьезного инвестиционного решения. Он позволяет сопоставить альтернативные варианты по различным критериям и в различных условиях, оценить риски, сформировать опти-

мальную с позиции максимизации стоимости компании инвестиционную программу. Одним из перспективных направлений моделирования в управлении инвестициями является регрессионный анализ факторов, определяющих характер инвестиционной деятельности.

Вопросу выявления наиболее значимых детерминант инвестиционного поведения фирм посвящено значительное число работ зарубежных экономистов, в которых приводятся результаты эмпирических исследований. Ряд из них посвящен поискам ответа на вопрос: насколько адекватно фондовый рынок оценивает инвестиционную деятельность эмитентов?

### **Выбор показателей инвестиционной активности**

Для построения регрессионной модели необходимо выбрать, во-первых, зависимую переменную – индикатор инвестиционной деятельности; во-вторых, набор факторов, гипотеза о наличии связи между которыми и зависимой переменной будет проверяться в ходе корреляционно-регрессионного анализа. В качестве зависимой переменной могут использоваться различные показатели инвестиционной активности, выбор которых определяется:

- 1) доступностью исходных данных. Для внешнего аналитика сбор информации представляет известную проблему;
- 2) интересующим аналитика направлением инвестиционной деятельности:
  - реальные или финансовые инвестиции, вложения в НИОКР или в развитие персонала;
  - инвестиции в создание новых производственных мощностей или модернизацию существующих;
  - инвестиции в высокорисковые или консервативные активы и т.д.;
- 3) требованием сопоставимости исходных данных. В частности, чтобы обеспечить сопоставимость

показателей, характеризующих деятельность компаний разного размера, в качестве зависимой переменной целесообразно использовать относительный (пронормированный) показатель. Например, не сумму чистых инвестиций за период, а соотношение чистых инвестиций и балансовой стоимости внеоборотных активов или дохода от продаж;

4) прочими соображениями аналитика и заданной извне целью анализа.

### **Внешние и внутренние факторы**

Спектр возможных факторов инвестиционной деятельности очень широк. С нашей точки зрения, можно использовать два критерия их классификации. По отношению к предприятию-инвестору они делятся на внешние и внутренние. Первые, как правило, являются неуправляемыми, вторые – управляемыми (хотя это соответствие выполняется не всегда). При этом внешние факторы формируют инвестиционный климат, а внутренние – инвестиционный потенциал предприятия.

Можно также исходить из разделения совокупности инвестиционных рисков на *систематические* (рыночные и отраслевые) и *специфические*. Факторы систематического риска будут внешними, а специфического – внутренними. Наиболее известным критерием систематического риска является коэффициент, отражающий волатильность курса конкретной ценной бумаги относительно фондового индекса.

Специфические риски возникают вследствие особенностей управ-

...внешние факторы  
формируют  
инвестиционный климат,  
а внутренние –  
инвестиционный  
потенциал предприятия

ления внутренними бизнес-процессами эмитента. К ним относят:

- недиверсифицированность поставщиков ресурсов и потребителей продукции;
- повышенную долю заемного капитала в структуре источников финансирования;
- склонность топ-менеджмента к рисковому инвестированию в непрофильные активы;
- наличие незавершенных судебных разбирательств и т.п.

В качестве примера внешних факторов, заслуживающих особого внимания исследователей, можно назвать неопределенность внешней среды и регуляторную роль фондового рынка. Неопределенность количественно выражается через историческую волатильность того или иного индикатора рыночной конъюнктуры: цен на основные ресурсы, процентных ставок по кредитам, инфляции, цен на продукцию компании, доходности или курса акций эмитента и т.д.

Для ответа на вопрос, является ли фондовый рынок регулятором инвестиционной деятельности, целесообразно исследовать зависимость между динамикой рыночной цены акции и динамикой размера инвестиций.

### **Фундаментальные и нефундаментальные факторы**

По отношению к влиянию на создаваемую стоимость факторы инвестиционного поведения можно разделить на фундаментальные и нефундаментальные. Эти термины, как правило, употребляются в рамках концепции управления стоимостью бизнеса.

Инвестиционная деятельность оказывает огромное влияние на рыночную стоимость предприятия. В соответствии с доходным подходом к оценке бизнеса предприятие рассматривается как совокупность инвестиционных проектов хозяйствующего субъекта, находящихся на разных стадиях реализации. Тогда обоснованная рыночная стоимость бизнеса определяется как текущая суммарная стоимость денежных потоков, генерируемых этими проектами, плюс остаточная постпрогнозная стоимость. Исходя из этого, можно утверждать, что факторы, определяющие инвестиционное поведение хозяйствующего субъекта, одновременно являются факторами стоимости бизнеса. Термином «фундаментальные факторы стоимости» называют широкий набор финансовых показателей, изменение которых должно приводить к изменению стоимости бизнеса, согласно теории управления финансами. Их можно систематизировать следующим образом.

1. Факторы функциональных моделей оценки чистой текущей стоимости инвестиционного проекта и оценки бизнеса методом дисконтированных денежных потоков.

*Во-первых*, это элементы денежных потоков по операционной деятель-

ности (расходы на производство, амортизация, доход от продаж, налоговые платежи) и инвестиционной деятельности (инвестиционные расходы, доходы от вложения капитала в реальные и финансовые активы, доход от реализации этих активов).

*Во-вторых*, это требуемая инвестором норма доходности, которая выступает в качестве ставки дисконта, и показатели, определяющие ее значение, в частности, средне-взвешенная стоимость капитала, среднеотраслевая доходность, уровень инфляции и т.д.

*В-третьих*, это стоимость активов компании на конец прогнозного периода, в случае если остаточная постпрогнозная стоимость бизнеса оценивается исходя из стоимости чистых активов или ликвидационной стоимости активов.

2. Известные абсолютные и относительные показатели финансовых результатов и финансового состояния:

- чистая прибыль на акцию;
- дивиденд на акцию;
- коэффициенты, характеризующие эффективность использования капитала (рентабельность продаж, инвестиций, совокупных активов, собственного капитала);
- коэффициенты структуры капитала, оборачиваемости активов и т.д.

### **Возрастающее влияние нефундаментальных факторов**

Связь между положительной динамикой фундаментальных факторов стоимости и инвестиционной активностью хозяйствующих субъектов кажется очевидной. Однако ста-

тистические исследования связи не всегда подтверждают значимость фундаментальных факторов. Это объясняется несовершенствами рынков капитала:

- неполнотой и асимметричностью распределения информации между участниками рынка (эмитентами и инвесторами, кредиторами и заемщиками, инсайдерами и аутсайдерами и т.п.);
- страновыми рисками;
- недостаточной ликвидностью рынка ценных бумаг;
- высокими транзакционными издержками, сопровождающими сделки на рынке;
- агентскими издержками корпоративного управления и т.д.

Возрастающее влияние нефундаментальных факторов делает их новым перспективным предметом исследования. С нашей точки зрения, интересны для исследования нефундаментальные факторы – характеристики корпоративного управления. К ним, в частности, относятся:

...можно утверждать,

что факторы,

определяющие

инвестиционное

поведение

хозяйствующего

субъекта, одновременно

являются факторами

стоимости бизнеса

– размер совета директоров и наличие в нем внешних независимых директоров;  
– концентрация собственности, наличие акций в собственности топ-менеджмента, наличие в составе собственников государства;  
– схемы вознаграждения менеджеров и другие аспекты взаимоотношений между собственниками и управляющими;  
– личностные психологические характеристики топ-менеджеров (склонность к риску, оптимизм, самоуверенность и т.д.).  
Таким образом, масштабы и динамика инвестиционной деятельности подвергаются воздействию широкого спектра факторов: внешних и внутренних, фундамен-

тальных и нефундаментальных. Построение регрессионных моделей позволяет выявить наиболее значимые факторы и направить управленческие усилия на оптимизацию их уровня.

### **Литература**

1. Теплова Т. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. Практика российских предприятий. – М.: Вершина, 2007.
2. Bond S., Elston J., Mairesse J., Mulkay B. Financial factors and investment in Belgium, France, Germany and the UK: a comparison using company panel data. // NBER Working paper. – 1997. – No. 5900.

рп

#### **Doroshenko Yu.A.**

*Dr. of Econ. Sci., Professor, Head of Chair of Strategic Management, Belgorod Shukhov State Technological University*

#### **Bykov K.S.**

*Post-graduate student, Chair of Strategic Management, Belgorod Shukhov State Technological University*

### **Systematization of Factors of Investment Activity for the Purpose of Making Regression Models**

Abstract

Investment management depends on factors selected for regression analysis and defining special features of investment activity of Russian companies. Which of them are the most important? The authors review the factors, testing the significance of which, in their opinion, is of the largest interest. They suggest systematizing the given indicators according to two classification criteria: in relation to the investing company and in relation to the impact on the created value.

**Keywords:** investment activity, external factors, internal factors, fundamental factors, non-fundamental factors, regression model, cost