

Таблица 6 –Рейтинг стран по ИРЧП и ВВП на душу населения в странах с наибольшей долей занятых в сфере услуг

Страна	Место	ИРЧП	Место	ВВП на душу населения, долл. США
Австралия	2	0,935	9	54 420
Австрия	23	0,885	13	45 230
Бельгия	21	0,890	19	41 860
Великобритания	15	0,907	18	42 390
Германия	6	0,916	16	43 660
Дания	4	0,923	6	56 730
Израиль	18	0,894	25	36 190
Исландия	16	0,899	5	56 990
Испания	26	0,876	28	27 520
Италия	27	0,873	26	31 590
Люксембург	19	0,892	3	76 660
Нидерланды	5	0,922	12	46 310
Норвегия	1	0,944	1	82 330
США	8	0,915	7	56 180
Финляндия	24	0,883	14	44 730
Франция	22	0,888	23	38 950
Швейцария	3	0,930	2	81 240
Швеция	14	0,907	8	54 630
Япония	20	0,891	24	38 000

Источник: Собственная разработка на основе [3], [4]

По данным таблицы 6 видно, что страны, в которых доминирующей сферой является сфера услуг, демонстрируют более высокий уровень РЧП (входят в группу стран с очень высоким уровнем развития человеческого потенциала) и соответственно более высокий ВВП на душу населения. Страны, в которых доминирует сфера производства промышленных товаров, входят в группу стран со средним уровнем развития человеческого потенциала и соответственно не высоким ВВП на душу населения.

**Заключение.** Таким образом, во-первых, темпы экономического роста зависят от структуры экономики страны. В постиндустриальных странах темпы экономического роста ниже по сравнению с индустриальными странами. Во-вторых, в постиндустриальных странах уровень экономического развития выше по сравнению с индустриальными странами.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. Беларусь и страны мира: Статистический сборник. – Минск, 2016. – 389 с.
2. Беларусь и страны мира: Статистический сборник. – Минск, 2014. – 385 с.
3. Индекс развития человеческого потенциала: Аналитический портал «Гуманитарные технологии» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://gtmarket.ru/ratings/human-development-index/human-development-index-info>, свободный. Загл. с экрана. – Яз. рус.- Дата доступа: 26.11.2018.
4. Рейтинг стран мира по уровню валового национального дохода на душу населения: Аналитический портал «Гуманитарные технологии» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://gtmarket.ru/ratings/rating-countries-gni/rating-countries-gni-info>, свободный. Загл. с экрана. – Яз. рус.-Дата доступа: 26.11.2018

УДК 334.722.8

#### МЕТОДИКА ОЦЕНКИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РИСКОВ В ГОРИЗОНТАЛЬНЫХ ХОЛДИНГАХ

канд. экон. наук, доцент, <sup>1</sup>Ивашутин А.Л., <sup>2</sup>Сенник Ю.С.

<sup>1</sup>Белорусский национальный технический университет, Минск, Республика Беларусь;

<sup>2</sup>ОАО «Амкодор», Республика Беларусь

*Резюме – в статье на основе анализа особенностей работы промышленных холдингов предлагается нормативный метод оценки инвестиционных рисков с учетом динамики отраслевых рынков и возможности демпфирования инвестиционных потерь за счет перераспределения финансовых ресурсов холдинга.*

**1. Постановка проблемы.** Вопросы инвестиционных рисков достаточно хорошо освещены и в научной, и в практико-ориентированной литературе, но, как правило, речь идет об автономных инвестиционных проектах или проектах в рамках отдельных предприятий [1, 5]. Холдинговые же структуры бизнеса привносят в этот вопрос дополнительные проблемы, связанные с необходимостью учета внутрихолдинговых потерь и возможного перераспределения финансовых ресурсов между предприятиями [3].

Проблема усложняется еще и потому, что в общем случае владельцами (инвесторами) предприятий, входящих в холдинг, является не закрытая группа физических и юридических лиц. Имеются также внешние инвесторы с небольшой долей, для которых данный холдинг является лишь объектом дополнительных инвестиций. Если по аналогии с акционерными обществами назвать первую группу инвесторов внутренними (мажоритарными), а вторую – внешними (миноритарными), то можно утверждать, что риски них будут разными по величине и по последствиям. Все эти моменты требуют дополнительных исследований в области управления рисками для предприятий, работающих в условиях холдинговых структур.

**2. Методологические основы определения инвестиционных рисков в промышленных холдингах.** Инвестиционные риски можно классифицировать по разным признакам, но применительно к холдинговым структурам будем в первую очередь выделять внутрихолдинговые и внешние риски. К внешним субъектам, генерирующим дополнительные риски для холдинга, можно отнести миноритарных нефинансовых инвесторов (совладельцев) и финансовых инвесторов (банки и другие финансовые организации). Их при оценке экономических перспектив от вложений в проекты холдинга интересуют вопросы возврата инвестиций или получения сопоставимого с другими проектами дохода [4]. Применительно к холдинговым структурам сроки возврата (окупаемости) инвестиций зависят, конечно, от эффективности финансируемых проектов, но необходимо также учитывать возможную «помощь» других предприятий холдинга в случае возникновения проблем с проектом. По сравнению с автономными инвестиционными проектами вроде бы риски должны быть меньше, так как возможна эта помощь. Но, с другой стороны, возникают вопросы мультипликативных потерь во всем холдинге при неблагоприятном развитии событий с проектом [2]. Таким образом, можно утверждать, что холдинговые структуры могут увеличивать риски и уменьшать их по сравнению с обычными рисками, характерными для автономных проектов.

Холдинговые риски желательно оценивать в виде каких-то поправочных коэффициентов к обычным экономико-финансовым показателям. Но что и зачем корректировать при оценке инвестиционных проектов, ориентированных на холдинговые структуры? Все зависит от типа инвесторов (внешних финансовых, внешних нефинансовых или внутренних мажоритарных). Применительно, например, к банкам необходимо решать обычные классические вопросы: дать кредит или не дать и если дать, то на каких условиях (проценты, сроки возврата и прочие). Но при этом банковским менеджерам необходимо дополнительно учитывать: вид холдинга, место входа дополнительных инвестиций в холдинговую структуру и возможные проблемы, которые могут возникнуть по всей технологической цепочке холдинга. В конечном итоге финансовые инвесторы должны оценивать скорректированную прибыль и возможный график возврата кредита с учетом холдингового увеличения, и уменьшения рисков.

Внешних нефинансовых инвесторов интересуют те же вопросы, но дополнительно учитывается, что инвестиции в холдинг могут быть долгосрочными. Однако возможные объемы получения дохода от инвестиций с учетом рисков также зависят и от технологической структуры холдинга, и от возможной внутрихолдинговой помощи при возникновении проблем с бизнес-проектом. Внутренних инвесторов в большей мере волнуют долгосрочные результаты от используемых дополнительных инвестиций с учетом перераспределения внутренних (собственных) источников финансирования. Но это не означает, что проблема рисков для таких инвесторов исчезает. Как все эти моменты реализовать в практической методике? Рассмотрим вначале структурные особенности горизонтальных холдингов, которые влияют на формирование инвестиционных рисков. Можно выделить четыре типа таких холдингов в зависимости от их отраслевой диверсификации (таблица 1)

Таблица 1 – Типы горизонтальных холдингов при оценке инвестиционных рисков

Предприятие холдинга	Тип горизонтального холдинга			
	1-М	2-К1	3-К2	4-Р
1 (объект инвестирования)	А	А	А	А
2	А	А	В	В
3	А	В	В	С
...				

где А, В, С – отрасли или сегменты товарного рынка, на которые в основном ориентированы предприятия холдинга

Первый тип холдинга применительно к инвестиционному проекту, реализуемому на первом предприятии, можно назвать монохолдингом, второй и третий – комбинированными, четвертый – распределенным.

В зависимости от типа холдинга, в который входит инвестируемое предприятие, можно говорить о разных величинах *отраслевых проектных рисков*. В холдинге первого типа такие риски высоки из-за низкой диверсификации товарного портфеля холдинга в целом. В четвертом случае проектные риски, при прочих равных условиях, минимальны. Кроме типа горизонтального холдинга при оценке величины проектных рисков, по нашему мнению, необходимо учитывать возможную динамику на товарных рынках (в отраслях), на которых

работают предприятия холдинга. При этом возможны ситуации, когда прогноз нейтральный (ничего не изменится); высока вероятность спада отрасли (сегмента рынка); намечается подъем в отрасли.

Необходимо также учитывать, что от типа холдинга зависит и объем возможной финансовой помощи от других предприятий в случае возникновения проблем с инвестируемым проектом из-за негативных тенденций в отрасли, к которой относится инвестируемое предприятие.

В целом инвестиционный холдинговый риск ( $K_x$ ) предлагается рассчитывать по формуле:

$$K_x = \frac{K_o}{K_d},$$

где  $K_o$  – коэффициент отраслевого проектного риска;

$K_d$  – коэффициент возможного демпфирования проектного риска со стороны других предприятий холдинга, не участвующих в инвестиционном проекте.

Первый коэффициент будет учитывать фактор возможной динамики на отраслевых товарных рынках (с учетом возможных изменений в ценах на продукцию, ресурсы и т.п.), а второй – возможность нейтрализации финансовых потерь в инвестиционном проекте на основе ресурсов всего холдинга. При таком построении коэффициента  $K_x$  лучшим вариантом для инвестпроекта будет комбинация низких значений коэффициента  $K_o$  и высоких – коэффициента  $K_d$ .

Рассмотрим возможные варианты изменения холдингового риска для инвестиционного проекта, реализуемого на предприятии 1 (таблица 2).

Таблица 2 – Возможная динамика составляющих инвестиционного риска в холдингах

Отраслевой прогноз		Коэффициент отраслевого проектного риска	Коэффициент демпфирования проектного риска
по инвестируемому предприятию (отрасли)	в среднем по остальным сегментам деятельности холдинга		
0	0	1	>1 (база)
0	+	1	↑ (выше базы)
0	–	1	↓ (ниже базы)
+	0	<1	>1 (база)
+	+	<1	↑ (выше базы)
+	–	<1	↓ (ниже базы)
–	0	>1	>1 (база)
–	+	>1	↑ (выше базы)
–	–	>1	↓ (ниже базы)

где 0 - прогноз динамики отраслевого рынка нейтральный;  
 + - прогноз динамики отраслевого рынка позитивный;  
 – - прогноз динамики отраслевого рынка негативный.

При таком подходе предполагается, что «стандартное» значение  $K_x$  примерно равно 1, но возможны колебания и в сторону повышения, и в сторону снижения. Базовая величина *коэффициента демпфирования* проектного риска при нейтральном отраслевом прогнозе, как правило, больше 1, так как в этом случае возможна финансовая помощь от других предприятий холдинга. Для автономных проектов вероятность такой помощи от других предприятий, например, в виде займов намного меньше. Сила положительных и отрицательных воздействий на коэффициент демпфирования проектного риска относительно базы зависит от типа холдинга (таблица 3).

Таблица 3 – Влияние типа горизонтального холдинга на коэффициент демпфирования проектного риска

Прогноз по динамике холдинговых сегментов рынка ( <i>прочих отраслей</i> )	Коэффициент демпфирования проектного риска для разных типов горизонтальных холдингов (помощь от других предприятий холдинга)		
	2–К1	3–К2	4–R
↑ (...+5%)	↑ (...+1%)	↑ (...+3%)	↑ (...+5%)
↓ (...–5%)	↓ (...–1%)	↓ (...–7%)	↓ (...–5%)

Такие соотношения можно объяснить следующим:

– при положительной динамике отраслей (кроме А): в холдинге 2-го типа финансовую помощь может оказать лишь предприятие 3, для холдинга 3-го типа – предприятия 2 и 3; в холдинге 4-го типа – тоже предприятия 2 и 3, но уровень диверсификации в этом случае выше;

– при отрицательной динамике отраслей (кроме А) в холдинге 2-го типа общие финансовые потери будут связаны лишь с предприятием 3; для холдинга 3-го типа потери будут выше из-за проблем у предприятий 2 и 3; для холдинга 4-го типа – тоже 2 и 3, но из-за более высокой диверсификации можно надеяться на помощь одного из предприятий (2 или 3).

### 3. Методика расчета инвестиционных рисков в промышленных холдингах.

Для практической реализации методики оценки инвестиционных холдинговых рисков предлагается использовать модифицированный нормативный метод, сочетающий экспертную и нормативную составляющие. Для этого необходимо:

- 1) разработать нормативные таблицы для разных диапазонов анализируемых факторов рисков;
- 2) оценить фактические значения факторов рисков;
- 3) сопоставить фактические значения с нормативными таблицами для принятия окончательного решения об уровне инвестиционного холдингового риска.

В первую очередь необходимо ответить на вопрос: к какому типу горизонтального холдинга относится инвестируемое предприятие. Для этого предлагается использовать долю продукции основной специализации инвестируемого предприятия в общем объеме аналогичной продукции всего холдинга. Если она находится в диапазоне от 0 до 20%, то можно считать, что предприятие работает в монохолдинге. Диапазон 20-40% относится к комбинированному холдингу второго типа, 40-80% – комбинированному холдингу третьего типа и при диапазоне 80-100% можно считать, что холдинг распределенный. При этом предполагается, что инвестиционный проект относится к продукции основной специализации предприятия. Хотя могут быть и другие варианты.

Далее необходимо разработать нормативные таблицы для определения *коэффициента отраслевого проектного риска* ( $K_o$ ). При этом можно использовать следующую зависимость между  $K_o$  и годовым отраслевым прогнозом динамики объемов по инвестируемому предприятию ( $V_s$ ) (рисунок 1).

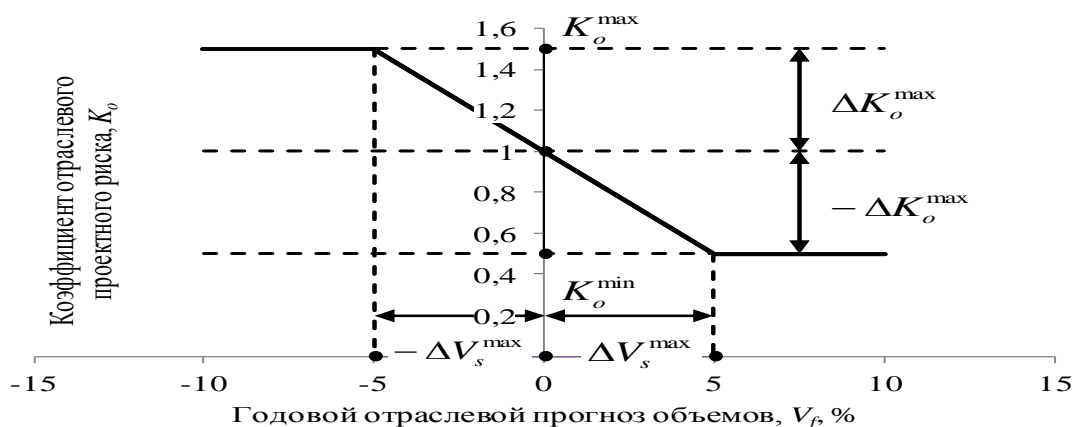


Рисунок 1 – Зависимость коэффициента отраслевого проектного риска от годового прогноза объемов

При таком подходе  $K_o$  можно рассчитать по формуле:

$$K_o = 1 - \frac{\Delta K_o^{\max}}{\Delta V_f^{\max}} \cdot V_f,$$

- где  $K_o$  – коэффициент отраслевого проектного риска;
- $\Delta K_o^{\max}$  – максимальное учитываемое изменение коэффициента отраслевого проектного риска;
- $\Delta V_f^{\max}$  – максимальное учитываемое изменение годового прогноза объема, %;
- $V_f$  – годового отраслевого прогноза объемов, %.

Для практического использования при определении коэффициента проектного риска в холдинговых структурах можно использовать нормативные таблицы, разработанные для разных вариантов  $\Delta K_o^{\max}$  и  $\Delta V_f^{\max}$  (таблица 4).

Таблица 4– Нормативы для определения коэффициента отраслевого проектного риска

Граница годового отраслевого прогноза объемов, $V_f$ , %		Коэффициент отраслевого проектного риска при:		
min	max	$\Delta K_o^{\max} = 0,5 + \Delta V_f^{\max} = 5$	$\Delta K_o^{\max} = 0,2 + \Delta V_f^{\max} = 5$	$\Delta K_o^{\max} = 0,3 + \Delta V_f^{\max} = 4$
<-5		1,5	1,2	1,3
-5	-3	1,4	1,16	1,3
-3	-1	1,2	1,08	1,15
-1	+1	1	1	1
+1	+3	0,8	0,92	0,85
+3	+5	0,6	0,84	0,7
	>+5	0,5	0,8	0,7

В общем случае расчеты необходимо вести с учетом следующих ограничений

$$\text{Если } V_f < -\Delta V_f^{\max}, \text{ то } K_o = 1 + \Delta K_o^{\max}$$

$$\text{Если } -\Delta V_f^{\max} < V_f < \Delta V_f^{\max}, \text{ то } K_o = 1 - \frac{\Delta K_o^{\max}}{\Delta V_f^{\max}} \cdot V_f$$

$$\text{Если } V_f > \Delta V_f^{\max}, \text{ то } K_o = 1 - \Delta K_o^{\max}$$

Для расчета коэффициента демпфирования проектного риска предлагается использовать следующую двухфакторную модель:

$$K_d = f(V_f, V_f^m)$$

$$K_d = K_d^b + b_1 \cdot V_f + b_2 \cdot V_f^m$$

$$b_1 = \frac{\Delta K_d^{\max}}{\Delta V_f^{\max} + k \cdot \Delta V_f^{m \max}}$$

$$b_2 = k \cdot b_1$$

- где  $V_f$  – годовой отраслевой прогноз объемов по инвестируемому предприятию холдинга, %;
- $V_f^m$  – годовой прогноз объемов по прочим сегментам работы холдинга, %;
- $K_d^b$  – базовое значение коэффициента демпфирования проектного риска;
- $b_1$  – коэффициент эластичности изменения коэффициента демпфирования к динамике отраслевых объемов по инвестируемому предприятию холдинга;
- $\Delta K_d^{\max}$  – максимальное изменение коэффициента демпфирования;
- $\Delta V_f^{\max}$  – максимальное учитываемое изменение отраслевого прогноза по инвестируемому предприятию;
- $\Delta V_f^{m \max}$  – максимальное учитываемое изменение отраслевого прогноза по прочим сегментам работы холдинга;
- $k$  – повышающий коэффициент влияния прочих сегментов работы холдинга на возможность финансовой помощи инвестируемому предприятию.

Нормативная таблица для определения коэффициента демпфирования проектного риска может выглядеть так (таблица 5).

Таблица 5– Нормативы для определения коэффициента демпфирования проектного риска в комбинированных горизонтальных холдингах

	Середина интервала для $V_f^m$ , %					
		-5	-2	0	2	5
Середина интервала для $V_f$ , %	-5	0,70	0,88	1,00	1,12	1,30
	-2	0,82	1,00	1,12	1,24	1,42
	0	0,90	1,08	1,20	1,32	1,50
	2	0,98	1,16	1,28	1,40	1,58
	5	1,10	1,28	1,40	1,52	1,70

Таблица рассчитана с учетом следующих базовых нормативов:

$$K_d^b = 1,2 \quad \Delta K_d^{\max} = 0,5 \quad \Delta V_f^{\max} = 5 \quad \Delta V_f^{m \max} = 5 \quad k = 1,5$$

В большей мере она подходит для комбинированных горизонтальных холдингов первого типа. Если же холдинг, например, распределенный, то влияние прочих сегментов рынка должно быть больше (таблица 6).

Таблица 6 – Нормативы для определения коэффициента демпфирования проектного риска в распределенных горизонтальных холдингах

	Середина интервала для $V_f^m$ , %					
		-5	-2	0	2	5
Середина интервала для $V_f$ , %	-5	0,50	0,78	0,97	1,15	1,43
	-2	0,64	0,92	1,11	1,29	1,57
	0	0,73	1,01	1,20	1,39	1,67
	2	0,83	1,11	1,29	1,48	1,76
	5	0,97	1,25	1,43	1,62	1,90

Таблица рассчитана с учетом следующих базовых нормативов:

$$K_d^b = 1,2 \quad \Delta K_d^{\max} = 0,7 \quad \Delta V_f^{\max} = 5 \quad \Delta V_f^{m \max} = 5 \quad k = 2$$

Используя данные нормативных таблиц по коэффициенту проектного риска и коэффициенту демпфирования можно определять совокупный инвестиционный холдинговый риск по планируемым к реализации проектам.

**Заключение.** Расчет инвестиционных рисков в холдингах имеет свои особенности в отличие от автономно работающих предприятий. Основное отличие связано с возможностью демпфирования инвестиционных потерь на основе финансовых ресурсов всего холдинга. Предлагаемая методика оценки рисков основана на комбинации экспертных и нормативных методов. Первичная экспертиза необходима для определения граничных значений по анализируемым показателям, а предлагаемый алгоритм позволяет формировать нормативные таблицы, которыми удобно пользоваться на практике. Методика ориентирована на горизонтальные холдинги. Необходима дальнейшая работа по разработке алгоритмов для вертикальных и смешанных холдингов.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. Альгин, В.А. Анализ и оценка риска и неопределенности при принятии инвестиционных решений / В.А. Альгин // Управление риском. – 2012. – № 4. – С. 5-11.
2. Ивашутин, А.Л. Особенности функционирования предприятий в промышленных холдингах/ А.Л.Ивашутин, Ю.С.Сенник // Новости науки и технологий. –2018. –№1(44). –С.20-30
3. Маскаев, И.С. Становление холдингов как вариант проведения эффективной приватизации в Республике Беларусь / И.С. Маскаев // Экономика Беларуси. – 2016. – № 4(49). – С. 54-57.
4. Правила по разработке бизнес-планов инвестиционных проектов (в ред. постановления Минэкономики от 22.08.2014г. №53// Национальный реестр правовых актов Республики Беларусь.
5. Прибыткова, Г.В. Анализ и оценка рисков предприятий производственной сферы в процессе инвестиционного проектирования / Г.В. Прибыткова // Вестник МГТУ. – 2015. – №2. – С.300-305.

УДК 334.012.64

### АНАЛИЗ ПОКАЗАТЕЛЕЙ РАЗВИТИЯ МАЛОГО БИЗНЕСА В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ

*Н. А. Киселёва, старший преподаватель БНТУ, г. Минск*

*Резюме – малый бизнес в Республике Беларусь является перспективным сектором развития экономики. Ключевой проблемой в развитии малого предпринимательства в Республике являются низкие темпы роста данной сферы бизнеса, несмотря на общегосударственную направленность повышения деловой активности. В статье проводится анализ основных показателей малого бизнеса Республики Беларусь.*

**Введение.** Отличительной чертой малого бизнеса является его оперативное и гибкое реагирование на изменение конъюнктуры рынка, высокая скорость нововведений и освоения новшеств. Он обеспечивает формирование конкурентной среды, способствует сокращению уровня безработицы. Во многих развитых странах организации малого бизнеса дают существенную часть ВВП и обеспечивают значительную часть рабочих мест. Однако Республика Беларусь на данном этапе своего развития пока отстает от ведущих экономик мира по вкладу в ВВП: организациями сектора малого и среднего бизнеса формируется около 25% ВВП, из них малому предпринимательству принадлежит 14,9%, среднему – 6,7% и индивидуальным предпринимателям – 3,1% [1]. К 2020 году поставлена задача увеличения этой доли до 40% [2].

**Основная часть.** В законодательстве Республике Беларусь определение предпринимательской деятельности дается в статье 1 Гражданского Кодекса РБ [3]. Являясь разновидностью человеческой деятельности, направленной в первую очередь на получение прибыли, предпринимательство, рассматривается как одна из самых важных составляющих экономической системы и основывается на самостоятельности, инициативе, экономической и личной ответственности субъектов хозяйствования.

Согласно Закону Республики Беларусь «О поддержке малого и среднего предпринимательства» [4] отнесение к субъектам малого предпринимательства осуществляется на основе критерия «численности работников», а именно к ним относят: индивидуальных предпринимателей, зарегистрированных в РБ; микроорганизации (средняя численность работников до 15 человек); малые организации – (средняя численность работников от 16 до 100 человек). В зарубежной практике наряду с указанным критерием деления, дополнительно выделяются такие, как ежегодный оборот предприятия, величину его активов, размер уставного капитала.

Если проследить динамику изменения количества малых предприятий в Республике Беларусь [1], то можно отметить следующее: в 2000г. насчитывалось 28,31 тысяч, на конец 2017 года их число составляло 107, 726 тысяч, таким образом, за данный период произошло их значительное увеличение (в 3,8 раза). Если сравнивать данные за последних 3 года, темп прироста составляет 2,6%. Численность работающих, занятых в сфере малого бизнеса – почти 788 тысяч человек, или около 19,6% от численности всех работающих. Изменение по данному показателю развития предприятий малого бизнеса за последних три года составляет 3,3%, что говорит об увеличении численности работающих на 25203 человека. Так, например, в 2015г. на малых и микроорганизациях работало 762793 человек, в 2016г. – 785283, в 2017г. – 787996 человек.