

УДК 330.332

Гулик Т.В.

кандидат економічних наук, доцент,
доцент кафедри економіки промисловості
Національної металургійної академії України

Борноволокова О.В.

студент
Національної металургійної академії України

МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ЩОДО ОЦІНКИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ ПРОМИСЛОВИХ ПІДПРИЄМСТВ

METHODOLOGICAL APPROACHES TO ASSESSING INVESTMENT ATTRACTIVENESS OF INDUSTRIAL ENTERPRISES

АНОТАЦІЯ

У статті аналізуються основні підходи до оцінки інвестиційної привабливості, розкриваються дискусійні питання методології вивчення інвестиційної привабливості підприємств. Запропоновано різноманітні методи оцінювання інвестиційної привабливості підприємства, та розглянуто можливості їх використання у сучасних умовах.

Ключові слова: інвестиційна привабливість, методика оцінювання, інвестор, підприємство, інвестиції, економічні умови.

АННОТАЦИЯ

В статье анализируются основные подходы к оценке инвестиционной привлекательности, раскрываются дискуссионные вопросы методологии изучения инвестиционной привлекательности предприятий. Предложены различные методики оценивания инвестиционной привлекательности предприятия и рассмотрены возможности их использования в современных условиях.

Ключевые слова: инвестиционная привлекательность, методика оценивания, инвестор, предприятие, инвестиции, экономические условия.

ANNOTATION

The article analyzes the main approaches to the evaluation of investment attractiveness. It reveals disputable questions of the methodology of studying the investment attractiveness of enterprises. The paper suggests various methods of evaluation of investment attractiveness of the company and the possibilities of their use in modern conditions.

Keywords: investment attractiveness, methods of assessment, investor, enterprise, economic conditions.

Постановка проблеми. Проблема оцінки інвестиційної привабливості підприємства сьогодні є актуальним питанням теорії і практики інвестування. В умовах загострення ринкової конкуренції між підприємствами за нові ринки збуту готової продукції оцінка інвестиційної привабливості окремого суб'єкта господарювання є важливим питанням при прийнятті інвестиційного рішення потенційним інвестором.

Отже, інвестиційна привабливість є однією з ключових характеристик, яка обумовлює залучення підприємством інвестицій. Перед економічною наукою постає проблема вибору критеріїв найвигіднішого інвестиційного проекту, вирішальним з яких є одержання максимального прибутку від реалізації проекту.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. На даний момент не визначено конкретної методики оцінки інвестиційної привабливості під-

приємства, тому останнім часом почали все частіше з'являтися різні методики розрахунку показників інвестиційної привабливості.

Основні підходи до оцінки інвестиційної привабливості розглядалися у низці робіт відомих вітчизняних та зарубіжних дослідників, зокрема: І.О. Бланка [1], Ф.В. Бандуріна, С.А. Буткевича, Ф.П. Гайдуцького, Л.О. Мамуль, Т.А. Чернявської, Д.А. Епштайна, С. Естрина, К.Е. Мейера. Авторські методики представлені вузькоспеціалізованими підходами до здійснення оцінки інвестиційної привабливості підприємств [2, с. 12; 3, с. 21; 4, с. 12; 5, с. 13; 6, с. 14; 7, с. 17]. Більшість з них ґрунтуються на використанні інтегральних показників інвестиційної привабливості, скорегованих із врахуванням найбільш впливових факторів зовнішнього і внутрішнього середовища досліджуваних підприємств.

Деякі економісти вважають, що інвестиційна привабливість визначається через величину прибутку від вкладення капіталів. Використання такого підходу відрізняється вузькою сферою застосування, так як для отримання адекватних результатів необхідно, щоб інвестиції реалізувалися з однаковим ступенем ризику, що практично неможливо [8].

Проте, слід зазначити, що, незважаючи на численні публікації, єдина точка зору щодо методичних підходів до аналізу та оцінки інвестиційної привабливості все ж відсутня, що, в свою чергу, свідчить про необхідність продовження наукових досліджень у цьому напрямку.

Формулювання цілей статті (постановка завдання). Сьогодні одним із важливих питань для науковців є удосконалення методичних підходів щодо визначення інвестиційної привабливості підприємства й розроблення діючого механізму оцінки привабливості об'єкта інвестування. Актуальність цього питання зумовлена насамперед тим, що в сучасних умовах бізнес-середовища більшість підприємств потребують залучення додаткових коштів для проведення активної інноваційно-інвестиційної діяльності. Інвестор, у свою чергу, при визначенні потен-

дійного об'єкта для вкладання ресурсів зосереджує свою увагу на інвестиційній привабливості підприємства.

Мета статті – дослідити сутність інвестиційної привабливості промислового підприємства, визначити та узагальнити основні методи її оцінювання.

Виклад основного матеріалу дослідження. Конкурентоспроможність України, як і будь-якої іншої держави, забезпечується інвестиційною привабливістю, і, навпаки, інвестиційно приваблива країна завжди буде конкурентоспроможною, оскільки матиме можливість

поповнювати свої фінансові ресурси, за необхідності, за допомогою вкладень інвесторів у її діяльність.

Крім того, формування інвестиційної привабливості підприємства необхідно для: забезпечення конкурентоспроможності продукції та підвищення її якості; структурної перебудови виробництва; створення необхідної сировинної бази для ефективного функціонування підприємства; вирішення соціальних проблем тощо. Інвестиції необхідні для забезпечення ефективної діяльності підприємств, їх стабільного стану, у зв'язку з цим вони використовуються

Таблиця 1

Підходи до визначення інвестиційної привабливості

Автори та їх підходи	Переваги підходу	Недоліки підходу
На основі фінансового аналізу		
1. Бланк І.О.: «інвестиційна привабливість підприємства» (далі – ІПП) являє собою аналіз цієї привабливості на основі таких фінансових показників: фінансова стійкість, прибутковість, ліквідність активів та оборотність активів [9]	Зосередження уваги на напрямках інвестування та складових інвестиційної привабливості	Недостовірність інформації при аналізі фінансових показників, їх розрахунку у часі
2. Спеціалісти Агентства з питань запобігання банкрутства підприємств визначають ІПП як розрахунок інтегрального показника інвестиційної привабливості підприємств, в якому відтворюються значення показників оцінки майнового стану, фінансової стійкості (платоспроможності), ліквідності активів, прибутковості інвестиційного об'єкта, оцінки ділової активності, оцінки ринкової активності, скориговані відповідно до їхньої вагомості, та інших факторів [10]	Такий підхід дозволяє оцінити багато аспектів господарської діяльності шляхом розрахунку незначної кількості показників, що дають характеристику поточного стану об'єкта та не потребують значних витрат часу на проведення	Підходу бракує конкретності та чіткості, що суттєво знижує можливість його застосування практиками
3. Коюда В.О., Лепейко Т.І., Коюда О.П.: ІПП – сукупність характеристик фінансово-господарської та управлінської діяльності підприємства, перспектив розвитку та можливостей залучення інвестиційних ресурсів на основі формалізації оціночних методів [11]	Добре, коли інвестора хвилюють конкретні показники. Це дозволяє не витрачати кошти та час, оцінюючи психологічний аспект проблеми	Підхід передбачає однозначну можливість формалізації оціночних методів, що залишає поза увагою психологічний аспект
На основі вкладення грошей в цінні папери		
4. Бочаров В.В.: ІПП – досягнення мінімального ризику при вкладенні грошей у цінні папери тільки тих підприємств, які є стабільними та забезпечать отримання високого прибутку [12]	Вкладення грошей у цінні папери дає змогу інвестору контролювати управління на підприємстві, отримувати постійний дохід у формі дивідендів	Українські підприємства не можуть ефективно використовувати інструменти ринку цінних паперів, оскільки цей ринок знаходиться на стадії становлення і є малоефективним
5. Донцов С.С.: ІПП – це надійність отримання прибутку при вкладанні грошей в цінні папери підприємства [13]	Можливість інвестора приймати участь в управлінні підприємством	Цей підхід не враховує майбутніх перспектив розвитку суб'єкта господарювання
6. Нападівська І.В.: ІПП – це системна сукупність потенційних можливостей вкладання коштів з метою отримання економічної ефективності у майбутньому як наслідок результатів минулої господарської діяльності потенційного об'єкта інвестування, суб'єктивно оцінювана інвестором [1]	Потенційна можливість може принести великий прибуток	Підхід не містить зіставлення цілей інвестора з їх можливостями без ризикової реалізації
7. Чорна Л.О.: ІПП – взаємозв'язок двох характеристик: з боку психологічного змісту інвестицій і з боку психологічної форми (привабливість) [14]	Якісна оцінка інвестиційної привабливості, яка буде враховувати ще й такі аспекти, як: привабливість продукції підприємства, кадрова, інноваційна, фінансова, територіальна, екологічна і соціальна привабливість, інвестиційний ризик	Характеризується необхідністю обробки значного обсягу інформації для одержання бажаного результату

для досягнення подальшого розширення та розвитку виробництва, відновлення основних виробничих фондів, підвищення технічного рівня праці та виробництва тощо.

Розглянемо підходи до визначення інвестиційної привабливості підприємства, а також їх переваги та недоліки в таблиці 1.

Також для оцінки інвестиційної привабливості підприємства інвестори проводять його оцінку як частини галузі, а не як суб'єкта господарювання в навколишньому середовищі, порівнюючи підприємство з іншими підприємствами цієї ж галузі.

Для оцінки інвестиційної привабливості регіонів ученими запропоновано використання п'яти груп показників: оцінка економічного розвитку регіону; оцінка рівня розвитку інвестиційної інфраструктури; оцінка демографічної характеристики регіону; оцінка рівня розвитку ринкових відносин та інфраструктури; оцінка інвестиційного ризику.

Розглянуті вище методики визначення інвестиційної привабливості ґрунтуються на оцінці визначеної групи аналізованих показників, що не дозволяють одержати цілісного уявлення про досліджений об'єкт.

Іншим методом оцінки вартості підприємства, яка може бути здійснена винятково на основі інформації, наведеної у публічній фінансовій звітності, є модель ЕВО (Edwards-Bell-Ohlson approach). Ця модель заснована на методі дисконтування очікуваних доходів (дохідний підхід) і має такий вигляд:

$$V = TA_0 + \sum \frac{(ROAt - WACC) \cdot TA_{t-1}}{(t + WACC)^t}, \quad (1)$$

де V – вартість підприємства, що досліджується;

TA_0 – вартість сукупних активів (валюта балансу) підприємства в 0-му періоді;

t – проміжок часу, за який здійснюється аналіз очікуваних доходів;

ROA_t – рентабельність сукупних активів підприємства у період t ;

TA_{t-1} – вартість сукупних активів (валюта балансу) підприємства в періоді $t-1$;

$WACC$ – середньозважена вартість капіталу підприємства.

На думку більшості оцінювачів, дохідний підхід вважається найбільш прийнятним з точки зору інвестиційних мотивів, оскільки будь-який інвестор вкладає гроші в діюче підприємство, купує потік майбутніх доходів або вільних грошових коштів, що дозволяє йому окупити вкладені кошти, отримати прибуток і підвищити свій добробут.

У прибутковому підході найважливішим поняттям є капіталізація доходів, під чим зазвичай розуміють «сукупність прийомів і методів, що дозволяють оцінювати вартість об'єкта на основі його потенційної здатності приносити дохід». При використанні даного підходу оцінювач визначає поточну вартість майбутніх

доходів, які потенційно можуть виникнути в ході експлуатації підприємства. У цьому випадку необхідно застосовувати такий принцип оцінки, як очікування.

Дохідний підхід включає в себе прямий метод капіталізації, метод дисконтування грошових потоків, метод реальних опціонів.

При використанні даного методу допускається, що підприємство буде отримувати однакові величини прибутку протягом значних проміжків часу. На практиці таке трапляється вкрай рідко, особливо на підприємствах, які переживають не кращі часи, тому метод капіталізації доходу при оцінці інвестиційної привабливості підприємств практично не використовується.

КФА підприємства шляхом оцінки його поточної ринкової вартості може здійснюватися на основі моделі опціонного ціноутворення Блека-Скоулза (Black-Scholes Option Pricing Model, 1973). Відповідно до цієї моделі, фінансово-економічний потенціал підприємства, що досліджується, розглядається у вигляді очікуваних грошових потоків від підприємства до акціонерів та кредиторів. Причому право власників на частину очікуваних грошових потоків розглядається як європейський опціон call (купівельний опціон). Зважаючи на припущення моделі ОРМ, вартість акціонерного капіталу підприємства, яка і відображає рівень його фінансово-економічного потенціалу, визначають за формулою:

$$V = \max(0, V_f - V_d), \quad (2)$$

де V – вартість акціонерного капіталу підприємства, що досліджується;

V_f – вартість підприємства, що досліджується (без боргів);

V_d – вартість зобов'язань підприємства, що досліджується.

Вартість зобов'язань підприємства (поточна вартість боргу) визначають за формулою:

$$V_d = V_f \cdot N(d_1) - \bar{e} \cdot D \cdot N(d_2), \quad (3)$$

де V_d – вартість зобов'язань підприємства, що досліджується;

D – номінальна вартість зобов'язань підприємства, яке досліджується;

$N(d_1)$ – імовірність того, що значення змінної із нормальним розподілом не перевищить d_1 ;

$N(d_2)$ – імовірність того, що значення змінної із нормальним розподілом не перевищить d_2 ;

r – безризикова ставка дохідності;

t – кількість років до закриття опціону (горизонт оцінки).

Змінні d_1 та d_2 визначають так:

$$d_1 = \frac{\ln(V_f / D) + rt - o \cdot \frac{t}{2}}{o \cdot \sqrt{t}}; \quad (4)$$

$$d_2 = \frac{\ln(V_f / D) + rt - o \cdot \frac{t}{2}}{o \cdot \sqrt{t}}; \quad (5)$$

Оцінка фінансово-економічного потенціалу підприємства з позицій його власників (акціонерів) може бути здійснена на основі індексу достатку акціонерів (Shareholder Value Index, далі – SVI), який використовується компанією Legg Mason Wood Walker, Inc. Метою проведення даного КФА являється встановлення інвестиційної привабливості підприємств-емітентів щодо доцільності включення їх цінних паперів до інвестиційного портфелю.

Іншим підходом до оцінки інвестиційної привабливості підприємства є витратний, який розглядає його вартість з позиції понесених витрат. Для здійснення цього попередньо проводиться оцінка обґрунтованої ринкової вартості кожного активу окремо, потім визначається поточна вартість зобов'язань і, нарешті, з обґрунтованої ринкової вартості суми активів підприємства віднімається поточна вартість всіх його зобов'язань. Результат показує оціночну вартість власного капіталу підприємства.

Існує два основних метода в рамках витратного підходу, засновані на вартості активів:

1. Метод чистої вартості активів. При використанні цього методу активи і пасиви підприємства коригуються до їх оціночної ринкової вартості, і цим визначається сукупна вартість акціонерного капіталу комплексу;

2. Метод ліквідаційної вартості. За допомогою цього методу чиста виручка, отримана після ліквідації активів підприємства та виплати заборгованості, дисконтується (наводиться) до поточної вартості.

Згідно із затратним підходом, вартість підприємства визначають за формулою:

$$СК = А - О, \quad (6)$$

де СК – власний капітал підприємства;

А – активи підприємства;

О – зобов'язання підприємства.

Метод вартості чистих активів застосовують у тому випадку, якщо компанія володіє значними матеріальними активами і очікується, що вона буде і далі діючим підприємством.

Також для оцінки інвестиційної привабливості підприємства використовують порівняльний (ринковий) підхід, який визначає вартість підприємства з точки зору того, за якою ціною активи підприємства (або весь майновий комплекс) можуть бути продані на ринку. Орієнтовну вартість об'єкта оцінювач може отримати шляхом проведення аналізу нещодавно укладених угод щодо купівлі-продажу аналогічних об'єктів.

Порівняльний підхід заснований на принципі ефективно функціонуючого ринку, на якому інвестори купують і продають активи аналогічного типу, приймаючи при цьому незалежні індивідуальні рішення. Дані за аналогічними угодами порівнюються з оцінюваними. Переваги і недоліки оцінюваних активів у порівнянні з обраними аналогами враховуються за допомогою введення відповідних поправок.

Існує точка зору щодо можливості використання порівняльного підходу при оцінці неплатоспроможних підприємств. Згідно з нею, якщо метою процедури банкрутства є фінансове оздоровлення підприємства, а в ході продажу інвестор купує підприємство без боргів і планує його подальший розвиток, то для цілей оцінки дане підприємство є чинним. Тому, на думку деяких оцінювачів, вартість, визначена на підставі порівняльного підходу, повинна бути основою при прийнятті інвестором рішення.

Таким чином, в цілому аналітичні методи у практиці оцінки інвестиційної привабливості підприємства представлені такими підходами:

1. Дохідний підхід – сукупність методів оцінки вартості об'єктів оцінки, заснованих на визначенні очікуваних від підприємства доходів і подальшому їх перетворенні у вартість на дату оцінки;

2. Витратний підхід (підхід на основі активів) – сукупність методів оцінки вартості підприємства, заснованих на визначенні ринкової або іншої вартості активів за вирахуванням ринкової або іншої вартості зобов'язань;

3. Порівняльний підхід – сукупність методів оцінки вартості підприємства, заснованих на порівнянні об'єктів оцінки з аналогічними об'єктами, відносно яких є інформація про ціни угод з ними.

Кожен з цих підходів може бути реалізований різними методами. Як правило, щоб отримати дійсно реальну оцінку, застосовуються всі підходи, а потім проводиться обґрунтоване узагальнення результатів оцінки підприємства.

Висновки. Інвестиційна привабливість відіграє вагомую роль в активізації інвестиційних процесів. В умовах обмеженості ресурсів і гострої конкуренції між підприємствами за одержання більш якісних і дешевих ресурсів, у тому числі і фінансових, на перший план виходить питання створення в інвесторів представлення про підприємство як про привабливий об'єкт інвестування – формування інвестиційної привабливості. Роль визначення інвестиційної привабливості підприємств полягає в тому, що потенційних інвесторів необхідно переконати в доцільності вкладень за допомогою конкретних показників.

Зі зміною економічних умов на ринку змінюється трактування та застосування різних показників, тому виникає необхідність у більш конкретному трактуванні та методиці визначення показників аналізу діяльності підприємства.

Галузева специфіка суб'єктів господарювання обумовлює індивідуальний підхід до аналізу діяльності кожного підприємства. А тому необхідно розробити загальну методіку для аналізу підприємств за видами діяльності з урахуванням притаманних їм ризиків, витрат на основну діяльність та структури формування прибутку.

Враховуючи велику кількість підходів і методів визначення привабливості підприємств,

необхідно вдатися до їх порівняльної оцінки, яка на практиці дозволить зробити вірний вибір методичного підходу і сформуванню об'єктивну характеристику підприємства.

Таким чином, усі зроблені у процесі дослідження теоретичні та практичні рекомендації щодо оцінки інвестиційної привабливості підприємства надають можливість підвищити інвестиційний рейтинг підприємств. Це, безумовно, надасть можливість створити основу для отримання підприємством ресурсів з метою свого подальшого економічного розвитку.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Бланк И.А. Инвестиционный менеджмент / И.А. Бланк. – К. : МП «ИТЕМ» ЛТД, «Юнайтед Лондон Трейд Лимитед», 1995. – 448 с.
2. Лисенко М.Д. Комплексна оцінка інвестиційної привабливості підприємств як суб'єктів регіональних і галузевих економічних відносин : автореф. дис. ... канд. екон. наук: спец. 08.06.01 / М.Д. Лисенко. – Х., 2003. – 20 с.
3. Леснікова М.В. Методичні засади оцінювання інвестиційної привабливості підприємств промисловості (інвестиційно-інноваційний аспект) : автореф. дис. ... канд. екон. наук: спец. 08.02.02 / М.В. Леснікова. – К., 2005. – 20 с.
4. Краснокутська Н.С. Методичні аспекти оцінки інвестиційної привабливості підприємств роздрібної торгівлі: автореф. дис. ... канд. екон. наук: спец. 08.07.05 / Н.С. Краснокутська. – Х., 2001. – 18 с.
5. Коюда О.П. Інвестиційна привабливість підприємства в умовах трансформації економіки: автореф. дис. ... канд. екон. наук: спец. 08.06.01 «Економіка, організ. та управл. Підприємствами» / О.П. Коюда. – Х., 2003. – 16 с.
6. Пожуєва Т.О. Інвестиційна привабливість підприємств металургійної галузі в сучасних умовах: автореф. дис. ... канд. екон. наук: спец. 08.00.04 / Т.О. Пожуєва. – Маріуполь, 2009. – 20 с.
7. Власюк Т.М. Оцінка інвестиційної привабливості підприємств легкої промисловості (територіально-галузевий підхід): автореф. дис. ... канд. екон. наук: спец. 08.07.01 «Економіка промисловості» / Т.М. Власюк. – К., 2006. – 17 с.
8. Гришина И.В. Комплексная оценка инвестиционной привлекательности и инвестиционной активности российских регионов: методика определения и анализ взаимосвязей / И.В. Гришина, А.Г. Шахназаров, И.И. Ройзман // Инвестиции в России. – 2001. – № 4. – С. 7.
9. Підходи до визначення інвестиційної привабливості підприємства [Електронний ресурс]: Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>
10. Інвестиційна привабливість підприємства [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.in.gov.ua/>.
11. Бочаров В.В. Інвестиційний менеджмент / В.В. Бочаров. – СПб.: Пітер, 2000. – 160 с.
12. Донцов С.С. Оцінка інвестиційної привабливості підприємства за допомогою аналізу надійності його цінних паперів / С.С. Донцов // Фінансовий менеджмент. – 2003. – № 3. – С. 78–84.
13. Крейнина М.Н. Анализ финансового stanu та інвестиційної привабливості акціонерних товариств у промисловості, будівництві та торгівлі / Крейнина М.Н. – М. : АТ «ДІС», 1994 – 256 с.
14. Иванов С.В. Оцінка інвестиційного потенціалу регіону / С.В. Иванов // Економіка: проблеми теорії та практики : збірник наукових праць. Т. 21. – 2004. – № 191. – С. 100–103.