

zastosowania, PWE Warszawa, 2010; 8. T. Peche, Teoretyczne podstawy rachunkowości, Wydawnictwo SGPiS, Warszawa 1974; 9. H. Ronek, Pragmatyczna metodologia rachunkowości, Wydawnictwo UMCS, Lublin 1995; 10. H. Ronek, Projektowanie rachunku kosztów w jednostkach gospodarczych, Annales UMCS, Sectio H, Oeconomia, Lublin 2003; 11. E. Skrzypek, Problemy zarządzania jakością, Wydawnictwo UMCS, Lublin 1992; 12. S. Wawak., Zarządzanie jakością. Teoria i praktyka, Helion, Gliwice 2002.

УДК 339.3

Н.Г. Георгіаді, О.Є. Федорчак
Національний університет “Львівська політехніка”

МЕТОД ЕКОНОМІЧНОГО ОЦІНЮВАННЯ ПРИВАБЛИВОСТІ ПІДПРИЄМСТВА ДЛЯ ІНВЕСТОРІВ

© Георгіаді Н.Г., Федорчак О.Є., 2013

Розглянуто методи залучення інвестицій на підприємство. Наведено існуючі підходи до визначення сутності поняття “інвестиційна привабливість підприємства”. Запропоновано метод економічного оцінювання інвестиційної привабливості підприємства на основі розрахунку очікуваної майбутньої ринкової вартості його акцій.

Ключові слова: інвестиції, економічне оцінювання, привабливість акцій, ринкова вартість акцій, ринкова вартість підприємства.

N.H. Heorgiadi, O.Ye. Fedorchak
Lviv Polytechnic National University

ECONOMIC METHOD OF EVALUATION OF ENTERPRISE INVESTMENT ATTRACTIVENESS FOR INVESTORS

© Heorgiadi N.H. Fedorchak O.Ye., 2013

The article deals with methods of attracting investment to the enterprise. Shows the existing approaches to defining the essence of “investment attractiveness of the enterprise”. A method for the economic evaluation of investment attractiveness based on the estimated future market value of its shares.

Key words: investment, economic evaluation, the attractiveness of shares, the market value of the shares, the market value of the enterprise.

Постановка проблеми. В умовах ринкової економіки важливим для підприємства є наявність набору методів залучення інвестицій, трансформованих відповідно до специфіки і потреб підприємства. Обсяг інвестицій, що можуть бути залучені підприємством, залежить від його інвестиційної привабливості. Тому при залученні інвестицій підприємство може використовувати існуючі методи економічного оцінювання своєї інвестиційної привабливості. На сьогодні існують різні методи економічного оцінювання інвестиційної привабливості підприємств, проте жоден із них не ґрунтується на розрахунку очікуваної майбутньої ринкової вартості цінних паперів, емітованих підприємством.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. У працях [1; 2] розглядаються існуючі методи залучення інвестицій та висвітлено способи оцінювання потенційного обсягу інвестицій, що можуть бути залучені. Проблемами інвестиційної привабливості підприємства та методами її економічного оцінювання займалися такі вчені, як С.І. Абрамова, І.А. Бланк, М.П. Денисенко, С.А. Смоляк, А.А. Агеєнко, І.М. Боярко, О.В. Носова, О.В. Пирог, Г.В. Строкович, О.П. Ксюда, Н.С. Краснокутська, Брейлі, Майерс та інші. Проте у працях цих та інших вчених не запропоновано методу економічного оцінювання привабливості акцій підприємства на основі розрахунку очікуваної майбутньої ринкової вартості емітованих ним цінних паперів, що і потребує подальших досліджень.

Формулювання цілі статті. Окреслена проблема, недостатній рівень її висвітлення в літературних джерелах визначили такі цілі дослідження: запропонувати метод економічного оцінювання привабливості підприємства на основі розрахунку очікуваної майбутньої ринкової вартості його акцій.

Виклад основного матеріалу. В умовах високої конкуренції підприємства часто постають перед проблемою оновлення виробничих потужностей, розширення чи диверсифікації виробництва. Ці заходи вимагають залучення додаткових інвестиційних ресурсів, що відбувається у різний спосіб [3, с. 122–126]. Серед шляхів залучення інвестицій виділяють внутрішнє фінансування, зовнішнє фінансування, емісія акцій підприємства тощо.

Внутрішнє фінансування або, як зазначає О.О. Терещенко [3, с. 122], зміна структури власного капіталу у напрямі збільшення номінального капіталу передбачає залучення інвестицій із використанням власних тимчасово вільних фінансових ресурсів. Зовнішнє фінансування [3, с. 122] означає використання зовнішніх джерел: коштів фінансових установ, нефінансових компаній, населення, держави, іноземних інвесторів і навіть додаткових вкладів грошових ресурсів засновників підприємства. Емісія акцій [3, с. 125–126] передбачає розміщення акцій підприємства серед інвесторів з метою залучення коштів для фінансування запланованих проєктів.

Потенційний обсяг інвестицій, які може залучити підприємство, залежить від його інвестиційної привабливості. Сутність цього поняття і, відповідно, методи розрахунку по-різному трактують вітчизняні і зарубіжні вчені. Тому доцільним є наведення порівняльної характеристики існуючих підходів до тлумачення поняття інвестиційна привабливість підприємств. Це дасть можливість охарактеризувати поняття з позиції можливості його економічного оцінювання. Зокрема, у табл. 1 наведено тлумачення сутності інвестиційної привабливості різними ученими.

Таблиця 1

Підходи до тлумачення сутності інвестиційної привабливості підприємства різними авторами

№ з/п	Автори	Тлумачення інвестиційної привабливості
1	2	3
1	А.А. Агеєнко [4]	Інвестиційна привабливість підприємства залежить від сукупності економічних, організаційних, соціальних, правових і політичних передумов, на основі яких визначається доцільність інвестування у певне підприємство.
2	І.М. Боярко [5]	Інвестиційна привабливість підприємства розглядається як якісна характеристика можливості здійснення інвестиційного потенціалу певного підприємства.
3	О.В. Носова [6]	Розглядає інвестиційну привабливість як комплексну характеристику підприємства та промислового потенціалу певного регіону, де це підприємство здійснює свою діяльність.
4	О.В. Пирог [7]	Під час визначення інвестиційної привабливості підприємства пропонує здійснювати порівняльний аналіз цього підприємства з іншими потенційними об'єктами інвестування.

1	2	3
5	Г.В. Строкович [8]	Тлумачить інвестиційну привабливість підприємства з позицій системного аналізу (сукупність чинників, що впливають на фінансово-господарський стан підприємства) та економіко-математичних методів (комплекс показників, що виражають ефективність роботи підприємства).
6	О.П. Коюда [9]	Визначає інвестиційну привабливість на основі управлінської і фінансово-господарської діяльності підприємства, а також з позиції можливостей залучення ним інвестицій.
7	Н.С. Краснокутська [10]	Оцінює інвестиційну привабливість підприємства на основі комплексу економіко-психологічних характеристик цього підприємства.

На основі розгляду наведених вище поглядів треба зауважити, що жодна із наведених методик не враховує можливість економічного оцінювання інвестиційної привабливості підприємства на основі ринкової вартості його акцій. Тому, враховуючи те, що динаміку ринкової вартості акцій ураховує інвестор під час прийняття рішення щодо інвестування у певне підприємство, пропонуємо метод визначення інвестиційної привабливості підприємства на основі ринкової вартості його акцій.

Показником, який характеризує вигравш інвестора, є дохід від придбання певних акцій, скорегований на темпи інфляції та дохідність альтернативних джерел інвестування. Тому ринкова вартість акцій відповідно до цього методу становитиме:

$$V = k_0 + k \times II, \quad (1)$$

де k_0 , k – коефіцієнти залежності ринкової вартості акцій певного підприємства і, відповідно, доходу інвестора; II – дохід інвестора.

Розрахунок ринкової вартості акцій підприємства відповідно до запропонованого у цій статті методу може відбуватись у кілька етапів.

1. Розрахунок ставки дисконтування і ризику. У ставці дисконтування можуть бути враховані ризики, пов'язані з несприятливою зміною ціни та обсягів виплат дивідендів, дохідність альтернативних об'єктів інвестування і темпи інфляції. Тому ставка дисконтування дорівнюватиме

$$a = TI + R_{PC} + R_{DC} + IP_A, \quad (2)$$

де TI – темпи інфляції, %; IP_A – дохідність альтернативних об'єктів інвестування, %; R_{PC} – відносний ризик несприятливої зміни ціни акцій, %; R_{DC} – відносний ризик зменшення виплат дивідендів інвесторам, %.

Відносний ризик несприятливої зміни ціни акцій можна розрахувати відповідно до методики, наведеної у [11]:

$$R_{PC} = \frac{\sqrt{\sum_{i=1}^n \frac{1}{n} (V_i - \bar{V})^2}}{\bar{V}} \times 100, \quad (3)$$

де V_i – ринкова ціна акцій підприємства у момент часу i , грн.; \bar{V} – середня ринкова ціна акцій за певний період, грн.; n – кількість часових періодів.

Цей показник є відносною характеристикою можливої негативної зміни ціни. Відносний ризик зменшення виплат дивідендів інвесторам можна обчислити аналогічно:

$$R_{DC} = \frac{\sqrt{\sum_{i=1}^n \frac{1}{n} (D_i - \bar{D})^2}}{\bar{D}} \times 100, \quad (4)$$

де D_i – виплата дивідендів у момент часу i , грн.; \bar{D} – середня виплата дивідендів за досліджуваний період, грн.; n – кількість часових періодів.

Треба зауважити, що за умови високого рівня розсіювання значень виплачених за певний період дивідендів за певними акціями та значень їхніх ринкових вартостей ризик може не враховуватись. Тоді ставка дисконтування дорівнюватиме сумі темпів інфляції та доходності альтернативних об'єктів інвестування.

2. Розрахувати дохід інвестора, скорегованого з урахуванням темпів інфляції та доходності альтернативних об'єктів інвестування, можна за формулою:

$$H = \sum_{i=1}^n \frac{D_i + \Delta V}{\left(1 + \frac{a}{100}\right)^i}, \quad (5)$$

де ΔV – зміна ціни акцій за період часу t , грн.; a – ставка дисконтування, %.

3. Розрахунок коефіцієнта k , який можливий із використанням економіко-математичного методу, заснованого на лінійній однофакторній регресії. Зокрема, згідно з означенням поняття лінійної регресії, якщо

$$Y = \begin{bmatrix} 1 & V_2 \\ 1 & V_3 \\ \dots & \dots \\ 1 & V_{n+1} \end{bmatrix}; X = \begin{bmatrix} H_1 \\ H_2 \\ \dots \\ H_n \end{bmatrix}, \quad (6)$$

де Y, X – вектори, елементи яких є відповідно заповнені значеннями спостережуваних ринкових вартостей акцій та доходу інвестора від їх придбання, то коефіцієнти k_0, k можна обчислити за такою формулою:

$$K = (X'X)^{-1}(YX'), \quad (7)$$

де K – вектор коефіцієнтів залежності ринкової вартості акцій цього підприємства і, відповідно, доходу інвестора від придбання акцій певного підприємства.

Вектори Y та X не збігаються у часі. Це пояснюється тим, що розрахована майбутня ринкова вартість акцій має практичну цінність лише у тому випадку, якщо вона розрахована для майбутніх періодів. Так, будуючи однофакторну регресійну модель на основі ретроспективних значень ринкових цін за період часу t і, відповідно, значень доходу інвестора від придбання акцій певного підприємства за період часу $t-1$, підприємство має можливість оцінити значення майбутньої ринкової вартості акцій підприємства і у наступному періоді виплати дивідендів. Треба зауважити, що отримане значення коефіцієнтів k_0, k доцільно застосовувати лише у тому разі, якщо коефіцієнт кореляції між значеннями вектора Y та відповідними теоретичними значеннями, розрахованими із застосуванням рівності 1, є достатньо високим.

У цій статті використано лінійну залежність між ринковою вартістю акцій та доходу інвестора від їх придбання, розраховану на один період дисконтування. Проте можна використовувати також нелінійні залежності, зокрема показникові, степеневі, логарифмічні та експоненціальні. Критерієм вибору типу залежності може слугувати коефіцієнт кореляції, розрахований між значеннями вектора Y та відповідними теоретичними значеннями, обчисленими із застосуванням рівності 1. Також слід урахувати можливість використання не тільки доходу інвестора від придбання акцій певного підприємства, а й інших показників, що характеризують дохідність інвестицій.

Саме по собі значення ринкової вартості акцій не містить інформації про їхню інвестиційну привабливість, тому її необхідно порівняти з ціною за останній період дисконтування для оцінки відносної можливої зміни ціни. Розрахунок можливої відносної зміни ціни акцій може здійснюватись за формулою:

$$\Delta = \frac{V_{n+1}}{V_n}, \quad (8)$$

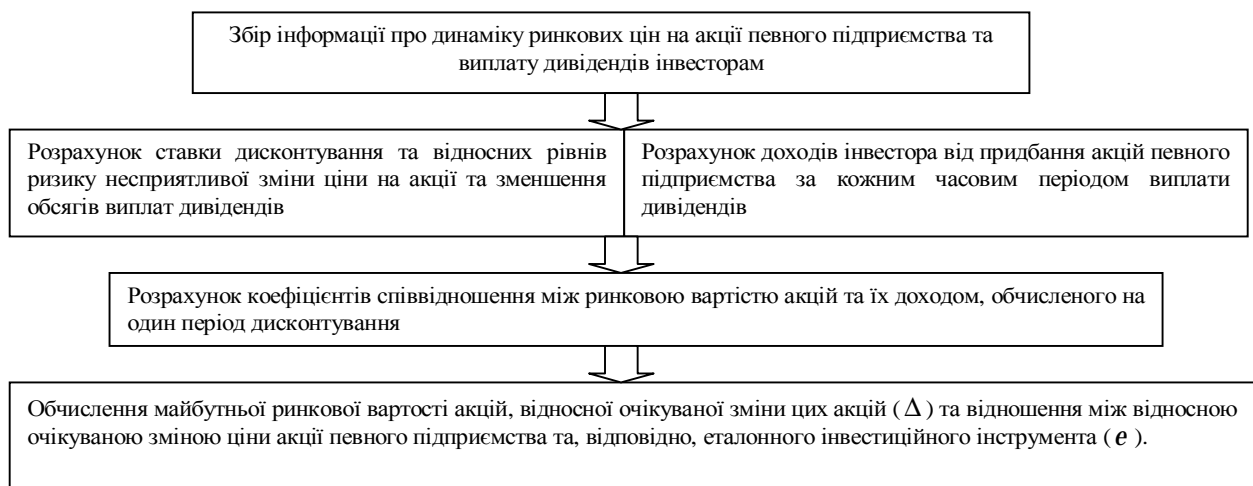
де Δ – відносна очікувана зміна ціни; V_{n+1} – очікувана ринкова вартість акцій на майбутній період виплати дивідендів, грн.; V_n – ринкова вартість акцій за останній період, грн.

Якщо відносна очікувана зміна ціни є більшою за 1, то акції можуть розглядатись як інвестиційно привабливі. Показником, який може характеризувати інвестиційну привабливість акцій певного підприємства, є відношення між відносною очікуваною зміною ціни акції певного підприємства та еталонного інвестиційного інструмента:

$$e = \frac{\Delta}{\Delta_E}, \quad (9)$$

де e – відношення між відносною очікуваною зміною ціни акції певного підприємства та відповідно еталонного інвестиційного інструмента; Δ_E – відносна очікувана зміна ціни еталонного інвестиційного інструмента.

Під еталонним інвестиційним інструментом можна розуміти цінний папір або портфель цінних паперів, що користується найбільшим попитом серед потенційних для певного підприємства інвесторів. Очевидно, що при $e > 1$ акції цього підприємства є найбільш привабливими на ринку. Якщо $e < 1$, то інвестиційна привабливість акцій певного підприємства визначається мірою наближення значення e до 1. Для спрощення розуміння процесу економічного оцінювання інвестиційної привабливості акцій підприємства наведено послідовність його здійснення на рисунку.



Послідовність реалізації запропонованого у статті методу економічного оцінювання інвестиційної привабливості акцій підприємства

Отже, як бачимо на рисунку, процес реалізації запропонованого у цій статті методу економічного оцінювання інвестиційної привабливості акцій підприємства можна розділити на чотири етапи: збір інформації, розрахунок ставки дисконтування і доходу інвестора, побудова регресійної моделі та розрахунок коефіцієнтів співвідношення між ринковою вартістю та доходом інвестора, обчислення очікуваної майбутньої вартості акцій та її порівняння з еталонним цінним папером.

Висновки. У результаті написання цієї статті було охарактеризовано методи залучення інвестицій та визначено сутність поняття інвестиційної привабливості підприємства на основі аналізу існуючих підходів до тлумачення цього питання. Запропоновано метод економічного оцінювання привабливості підприємства на основі розрахунку очікуваної майбутньої ринкової вартості підприємства, визначення її очікуваної майбутньої зміни та порівняння її з аналогічною відносною зміною ринкової вартості еталонного цінного паперу.

Перспективи подальших досліджень будуть полягати в обґрунтуванні використання у запропонованому методі економічного оцінювання інвестиційної привабливості підприємства не тільки доходу інвестора від придбання акцій певного підприємства, а й інших показників та врахування можливості використання нелінійного характеру залежності між ринковою вартістю акцій підприємства та вибраними для її прогнозування показниками.

1. Момот Т. В. *Вартісно-орієнтовне корпоративне управління: від теорії до практичного впровадження: Монографія* / Т. В. Момот. – Харків: ХНАМГ, 2006. – 52–58 с. 2. Пересада А. А. *Управління інвестиційним процесом* / А. А. Пересада. – К.: Лібра, 2002. – 181 с. 3. Терещенко О. О. *Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: навч. посіб.* / О. О. Терещенко. – К.: КНЕУ, 2003. 4. Агеенко А. А. *Методологические подходы к оценке инвестиционной привлекательности отраслей экономики региона и отдельных хозяйствующих субъектов* / А. А. Агеенко // *Вопросы статистики.* – 2003. – № 6. – С. 48. 5. Боярко І. М. *Оцінка інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання* / І. М. Боярко // *Актуальні проблеми економіки.* – 2008. – № 7. – С. 90–99. 6. Носова О. В. *Інвестиційна привабливість підприємства* / О. В. Носова // *Науково-аналітичний щоквартальний збірник.* – К.: Національний інститут стратегічних досліджень, 2007. – 120–126 с. 7. Пирог О. В. *Науково-методичні засади оцінки і регулювання інвестиційної діяльності в промисловому секторі регіону. Автореферат дисертації на здобуття наукового ступеня кандидату економічних наук.* – Дніпропетровськ, 2005. – 21 с. 8. Строкович Г. В. *Вибір стратегії інвестування підприємств. Автореферат дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук.* – Харків, 1999. – 20 с. 9. Коюда О. П. *Інвестиційна привабливість підприємства в умовах трансформації економіки. Автореферат дисертації.* – Харків, 2003. – 20 с. 10. Краснокутська Н. С. *Методичні аспекти оцінки інвестиційної привабливості підприємств роздрібної торгівлі. Автореферат дисертації.* – Харків, 2001. – 18 с. 11. Єлейко Я. І. *Інвестиції, ризик, прогноз* / Я. І. Єлейко, О. І. Єлейко, К. Є. Раєвський. – Львів: Львівський банківський інститут Національного банку України, 2000. – С. 39–40.