

УДК 330.322

Довбня С.Б., Охлопкова Т.Л

**МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ
ПРИВАБЛИВОСТІ ПІДПРИЄМСТВА**

Запропонована комплексна методика оцінки інвестиційної привабливості підприємства, яка враховує потенційні можливості об'єкта інвестування щодо генерування прибутку на вкладені кошти, а також ризики, які при цьому виникають. Дає можливість об'єктивно оцінити інвестиційну привабливість конкретного підприємства та виконати зіставлення різних об'єктів.

The complex methodical of an estimation of investment attractiveness of the enterprise is offered which takes into account potential opportunities of object of investment concerning formation of the profit on the enclosed means, and also the risks, which thus arise. Enables objectively to estimate investment attractiveness of the concrete enterprise and to execute comparison of various objects.

Забезпечення високих темпів економічного розвитку підприємства та його стійкого конкурентного положення на ринку значною мірою залежить від обсягу залучених інвестицій та ефективності їх використання.

В процесі залучення інвестиційних ресурсів важливу роль відіграє рівень інвестиційної привабливості підприємства (ІПП). Аналіз та оцінка ІПП є підставою для ухвалення рішення щодо здійснення капітальних вкладень. Визначення рівня ІПП дає змогу керівництву підприємства виявити слабкі місця фінансово-господарської діяльності та прийняти обґрунтовані управлінські рішення щодо покращення стану й подальшого розвитку підприємства, а зовнішнім користувачам (інвесторам, кредиторам, акціонерам) отримати необхідну інформацію щодо потенціалу можливого об'єкта інвестування та вирішити про доцільність вкладання коштів.

У науковій літературі значну увагу надано особливостям оцінки інвестиційної привабливості держави, регіону, галузі, підприємства, інвестиційного портфеля та проекту. Найвідомішими у цих напрямках є роботи В.Беренса, Л.Гітмана, Дж.Сороса, У.Шарпа, А.Шеремета, І.Бланка, А.Пересади, В.Шевчука, П.Рогожина, А.Гойко, М.Крейніної та ін. Незважаючи на велику кількість наукових праць й значні досягнення в теорії і практиці управління інвестиційною діяльністю є питання, які потребують певного удосконалення. Зокрема, визначення цільових напрямків оцінки ІПП та формування обґрунтованого набору локальних показників в рамках кожного напрямку дослідження за допомогою інструментів багатомірної статистики, враховуючи при цьому вимоги сучасного бізнес – середовища. Крім того, обов'язковим є розгляд ризику, який виникає в процесі інвестування потенційного підприємства, тому що в існуючих методиках переважна кількість авторів взагалі не приймає до уваги дану категорію.

Складність, багатогранність та відносна новизна категорії «інвестиційна привабливість підприємства» обумовлює розбіжність думок науковців відносно її визначення. Огляд наукових робіт показав, що ряд вчених дають досить схожі визначення даного терміну. [1,2]. Деякі автори розглядають його досить вузько й акцентують увагу лише на фінансовому стані підприємства та ототожнюють ці поняття [3].

Серед дослідників не існує також певної погодженості відносно оціночних напрямків й системи цільових показників, що визначають ІПП. Деякі науковці при визначенні ІПП враховують лише показники фінансового становища підприємства [1,3]. Ми вважаємо, що такий підхід досить обмежений, оскільки він не дозволяє всебічно й

комплексно оцінити об'єкт інвестування. Фінансові коефіцієнти є важливою інформацією для інвесторів, проте вони недостатньо характеризують підприємство при виборі напрямку інвестування. Крім того, за фінансовими показниками неможливо однозначно оцінити привабливість об'єкта. Частина показників може свідчити про стабільність підприємства й відповідати встановленим нормативам, у той час як інша частина коефіцієнтів може інформувати про негативне становище суб'єкту господарювання. І головне – ці коефіцієнти характеризують поточний фінансовий стан, однак рішення про інвестування коштів повинно базуватись на оцінці перспективності підприємства, враховувати динаміку його розвитку.

Ряд авторів [4,5] при оцінці ІПП більшу перевагу віддають показникам ринкової активності підприємства й акцентують увагу на таких критеріях як дохідність акціонерного капіталу, рівень дивідендів, курс акцій. Необхідно відзначити, що дана позиція має сенс, особливо для портфельного інвестора, проте вона характеризує привабливість підприємства лише з певної сторони, не розкриваючи інші складові ІПП, зокрема ефективність корпоративного управління, маркетингової політики підприємства, інноваційної діяльності та інші.

На наш погляд найбільш обґрунтованим є підхід тих вчених [2,6,7], які при формуванні системи оціночних індикаторів ІПП використовують більш широкий підхід та розглядають крім фінансового стану підприємства й інші показники як зовнішнього так і внутрішнього середовища (рівень конкуренції, характеристики техніки й технології, організаційна структура підприємства, кадровий потенціал, життєвий цикл підприємства, рівень попиту на продукцію, ємність ринку та інші). Саме такий підхід повинен застосовуватись при визначенні інвестиційної привабливості об'єкта інвестування, виходячи з того, що він дозволяє більш повно й комплексно охарактеризувати стан підприємства й задовольнити при цьому вимоги різних груп інвесторів щодо необхідного обсягу інформації.

Не зважаючи на відмінність підходів до формування системи локальних показників, ступінь ІПП необхідно визначати за допомогою інтегрального критерію. Як свідчить поведений аналіз економічних літературних джерел, існують різні варіанти згортки локальних показників для формування інтегральної оцінки. Так, Юхимчик С.В., Супрун С.Д. використовують матричну модель оцінки ІПП на основі узагальненого показника, який враховує кількісні та якісні критерії стану підприємства [7]. Соколова Л.В. для визначення комплексного показника фінансової привабливості об'єкту застосовує математичний апарат теорії нечітких множин [8]. На думку економіста Коюди О.П. оцінити ІПП можливо за допомогою мультиплікативної моделі, яка враховує 45 важливих локальних фінансових коефіцієнтів [9]. Терещенко О. пропонує економетричну модель інтегральної оцінки отриману на основі дискримінантного аналізу [10].

Приймаючи до уваги вищезазначене, метою наших наукових пошуків є удосконалення теоретичних та методичних підходів щодо визначення рівня ІПП, зокрема розкриття економічної сутності поняття «інвестиційна привабливість підприємства», визначення оціночних напрямків й системи локальних показників, які формують інвестиційну привабливість об'єкту й розробка методики оцінки ІПП.

З нашої точки зору інвестиційну привабливість підприємства слід розуміти, як таку оціночну характеристику стану підприємства, що задовольняє вимогам інвестора та переконує його в доцільності вкладання коштів в даний об'єкт.

Виходячи з того, що кожного інвестора (будь – то кредитна організація, або портфельний чи стратегічний інвестор) буде цікавити інформація стосовно потенційних можливостей підприємства генерувати прибуток на інвестований капітал, а також

можливих ризиків, які з цим пов'язані, пропонуємо для визначення ІПП використовувати модель, яка включає дві компоненти: потенціал підприємства (K1) і ризик вкладання капіталу (K2).

При оцінці потенціалу підприємства ми вважаємо необхідно звернути увагу на фінансовий стан об'єкту; раціональність використання ресурсів, що знаходяться в розпорядженні підприємства – основних фондів, обігових засобів, трудового персоналу й нематеріальних активів, тобто оцінити його виробничі можливості; визначити ефективність системи маркетингу; а також оцінити ринкову активність суб'єкта господарювання. Таким чином перша компонента буде включати слідуєчі напрямки (блоки) дослідження:

- 1 блок – фінансовий стан;
- 2 блок – виробничий потенціал;
- 3 блок – ринкова привабливість;
- 4 блок – ринковий потенціал.

Фінансовий стан об'єкта інвестування на сучасному етапі розвитку економічних відносин виступає найважливішою характеристикою надійності, стійкості й ділової активності підприємства. Лише за умови його стабільності можливо проводити активну інвестиційну й інноваційну діяльність, випускати конкурентноздатну продукцію, динамічно розвиватися й займати лідируюче положення в галузі. На наш погляд цей напрямок повинен включати розрахунок таких груп показників, які дозволять проаналізувати та оцінити майнове становище підприємства; грошові потоки; фінансову стійкість об'єкту; платоспроможність; результати діяльності суб'єкта господарювання.

Аналіз виробничого потенціалу підприємства дозволяє отримати інформацію стосовно ефективності використання ресурсів підприємства, які є в його розпорядженні, а також оцінити потенційні можливості віддачі від їх використання в майбутньому. Складовими виробничого потенціалу суб'єкту господарювання вважаємо основні фонди; оборотні активи; трудові ресурси та нематеріальні активи.

Виходячи з того, що відбувається поступове становлення й розвиток фондового ринку України, актуалізуються питання відносно інвестування в фінансові інструменти. Це обумовлює необхідність розгляду відповідних показників, що характеризують ринкову активність підприємства, зокрема його дивідендну політику, прибутковість акцій, віддачу акціонерного капіталу, динаміку цін акцій та інші. Доцільним є включення цих показників до оціночного блоку «ринкова привабливість».

Цілком зрозуміло, що при визначенні цільового об'єкту для інвестування коштів, стратегічного інвестора крім зазначених факторів буде цікавити інформація стосовно рівня попиту на продукцію компанії, ємності ринку, життєвого циклу продукції, рівня конкуренції, системи збуту продукції. На наш погляд зазначені чинники можуть бути об'єднані в оціночний блок «ринковий потенціал», що характеризує ефективність системи маркетингу на підприємстві та визначає його ринкові можливості.

В таблиці 1 представлено більш детальна інформація стосовно вихідного набору оціночних показників по кожній цільовій групі й напрямку дослідження.

Згідно методичних розробок наступний етап, після визначення основних напрямків дослідження й формування набору локальних показників, передбачає реалізацію методу головних компонент з метою зниження розмірності вихідної матриці показників без втрати інформативності й виявлення більш суттєвих факторів для отримання компактного набору оціночних коефіцієнтів.

Приймаючи до уваги, що по деяким показникам відсутні нормативні (рекомендовані) значення й досить проблематичним є їх встановлення, а також при оцінці

Таблиця 1

Цільові напрямки дослідження, групи та локальні показники

Напрямок дослідження (блок), В _i	Група дослідження, X _{ij}	Початковий набір оціночних показників, X _{ijr}
1. Фінансовий стан	1.1 Майнове становище підприємства	Балансова вартість майна підприємства; вартість чистих активів; темпи зростання балансової вартості майна підприємства; темпи зростання чистих активів; співвідношення темпів росту оборотних активів та темпів росту необоротного капіталу; співвідношення темпів росту власного капіталу з темпами росту позичкового капіталу.
	1.2 Грошові потоки	Чистий грошовий потік; чистий грошовий потік по операційній, фінансовій, інвестиційній діяльності; коефіцієнт достатності чистого грошового потоку; коефіцієнт ліквідності грошового потоку; коефіцієнт ефективності грошового потоку.
	1.3 Фінансова стійкість об'єкту	Коефіцієнт концентрації позикового капіталу; коефіцієнт фінансування за рахунок стабільних джерел; коефіцієнт маневреності власних оборотних коштів; коефіцієнт забезпеченості власними оборотними коштами; співвідношення темпів росту дебіторської заборгованості та темпів росту кредиторської заборгованості
	1.4 Платоспроможність	Коефіцієнт покриття; коефіцієнт абсолютної ліквідності
	1.5 Результати діяльності суб'єкта господарювання	Чистий дохід, операційний прибуток, чистий прибуток, темпи зростання валового доходу, чистого прибутку; рентабельність активів, власного капіталу, реалізації, продукції; співвідношення темпів росту валового доходу та темпів росту активів; співвідношення темпів росту чистого прибутку та темпів росту валового доходу.
2. Виробничий потенціал	2.1 Основні фонди	Коефіцієнт оновлення основних засобів; коефіцієнт зносу; рівень прогресивної техніки; рівень автоматизації виробництва; фондоддача.
	2.2 Оборотні активи	Оборотність обігового капіталу, виробничих запасів, дебіторської й кредиторської заборгованості.
3. Ринкова привабливість	2.3 Трудові ресурси	Рівень забезпеченості персоналом; рівень професійної кваліфікації персоналу; співвідношення середньої заробітної плати по підприємству з середньою зарплатою по галузі; темп росту заробітної плати; рівень продуктивності праці; співвідношення темпів росту продуктивності праці і заробітної плати; співвідношення темпів росту прибутку на одного робітника і заробітної плати; рівень стабільності трудового колективу.
	2.4 Нематеріальні активи	Питома вага нематеріальних активів у загальній валюті балансу; прибутковість нематеріальних активів; співвідношення темпів зростання виручки від реалізації продукції з темпами зростання нематеріальних активів; рівень фінансування НДДКР.
4. Ринковий потенціал		Коефіцієнт дивідендних виплат; співвідношення ціни й дохідності акції; темпи росту ціни акції; прибуток на одну акцію; рівень віддачі акціонерного капіталу.
		Рівень попиту на продукцію; ємність ринку; рівень конкуренції; життєвий цикл продукції; ніша на ринку; система збуту продукції.

ППП передбачається врахування якісних показників, пропонуємо для приведення показників в порівняльний вид використовувати бальну шкалу. Для цього визначається критеріальний рівень локальних показників й формується бальна оцінка.

На основі бальної шкали виконується розрахунок часткових показників ($X_{ij\gamma}$) та формується загальна оцінка по кожному з цільових напрямків дослідження (B_i^p):

$$B_i^p = \sum_{j=1}^m \sum_{\gamma=1}^k X_{ij\gamma}, \quad (1)$$

де B_i^p - загальна оцінка по i – му блоку дослідження;
 $X_{ij\gamma}$ – частковий показник в i – му блоці j – тій групі;
 i – порядковий номер блоку дослідження;
 j – порядковий номер групи дослідження;
 γ – порядковий номер часткового показника в i – му блоці j – тій групі;
 m - кількість оціночних груп;
 k - кількість часткових показників.

Аналогічним чином виконується розрахунок максимально можливої загальної оцінки за кожним блоком B_i^{\max} :

$$B_i^{\max} = \sum_{j=1}^m \sum_{\gamma=1}^k X_{ij\gamma}^{\max}, \quad (2)$$

де B_i^{\max} - максимальна загальна оцінка по i – му блоку дослідження;
 $X_{ij\gamma}^{\max}$ - рекомендоване значення часткового показника в i – му блоці j – тій групі;

Наступний крок – це порівняння фактичного значення сукупної оцінки з максимально можливою по відповідним напрямкам аналізу, тобто визначення рівня досягнення об'єктом дослідження бажаного стану за кожним оціночним блоком:

$$B'_i = \frac{B_i^p}{B_i^{\max}}, \quad (3)$$

$$B'_i \Rightarrow 1,$$

B'_i - коефіцієнт відповідності фактичного значення показника його рекомендованому значенню.

Для згортки отриманих локальних показників й формування першого узагальнюючого показника моделі – потенціалу підприємства (К1) пропонуємо використовувати метод середньої геометричної, виходячи з того, що в розрахунку

приймаються відносні значення показників, а також їх кількість незначна. В тому випадку, якщо приймається рівнозначність оціночних блоків, тобто інвестор не віддає перевагу й не виділяє найбільш важливі на його погляд напрямки дослідження, розрахунок показника виконується за допомогою наступної формули:

$$K_1 = \sqrt[n]{\prod_{i=1}^n B'_i}, \quad (4)$$

$$K_1 \Rightarrow 1$$

де B'_i - коефіцієнт відповідності фактичного значення показника його рекомендованому значенню по i -му блоку дослідження;
 i – порядковий номер блоку дослідження;
 n – кількість оціночних блоків (напрямків аналізу).

При умові, якщо серед напрямків дослідження визначаються пріоритетні й більш значимі, необхідно враховувати коефіцієнти вагомості:

$$K_1 = \sqrt[\alpha+\beta+\gamma]{B_1^{\alpha} \times B_2^{\beta} \times \dots \times B_n^{\gamma}}, \quad (5)$$

$$K_1 \Rightarrow 1,$$

де α, β, γ – відповідні коефіцієнти вагомості напрямків дослідження.

Наступний етап методичних розробок включає формування й розрахунок другої компоненти моделі – ризик вкладання капіталу (K2). В умовах ринкової економіки інвестування поєднане з ризиком неотримання очікуваних результатів у встановлений термін. У зв'язку з цим виникає необхідність кількісної оцінки ступеня ризику інвестованих коштів для того, щоб потенційний інвестор мав чітку картину реальних перспектив одержання прибутку і повернення вкладених коштів. В практиці інвестиційного менеджменту для оцінки ступеня ризикованості застосовують різні методичні підходи, зокрема метод поправки на ризик ставки дисконту, аналіз чутливості, метод дерева рішень, аналіз сценаріїв, метод Монте-Карло, мінімаксий підхід, метод нечітких множин та інші.[11]. Деякі з них передбачають побудову економіко-математичної моделі для вирішення поставленої мети. [7].

Не зважаючи на доцільний в конкретних умовах метод оцінки ризиків, їх рівень може бути визначено як низький, середній та високий.

На основі отриманих двох компонент формується матриця ІПП, що включає різні зони пріоритетності інвестування коштів з урахуванням потенціалу підприємства (K1) та ризиків, пов'язаних з вкладанням капіталу в даний об'єкт (K2). В загальному вигляді матриця інвестиційної привабливості «4П» наведена на рис.1.

Кожній з виділених зон матриці «4П» надається загальна характеристика, відзначаються переваги та недоліки. З урахуванням цих характеристик надаються обґрунтовані рекомендації щодо подальших дій інвестора в залежності від цілей

інвестування, його можливостей та ставлення до ризику. Комплексний механізм щодо визначення інвестиційної привабливості підприємства схематично представлено на рис. 2.

Запропонована комплексна методика оцінки інвестиційної привабливості підприємства, яка враховує потенційні можливості об'єкта інвестування щодо генерування прибутку на вкладені кошти, а також ризики, які при цьому виникають дає можливість об'єктивно оцінити інвестиційну привабливість конкретного підприємства та виконати зіставлення різних об'єктів. Віднесення підприємства до відповідної зони в матриці інвестиційної привабливості «4П» дозволяє прийняти всебічно обґрунтоване рішення (як з огляду його поточного стану, так і перспективності, а також з врахуванням прогнозного ризику) щодо доцільності інвестування коштів.

Рівень ризику (K2) / Потенціал підприємства (K1)	Низький	Середній	Високий
Високий $0,9 < K1 \leq 1$			
Достатньо високий $0,8 < K1 \leq 0,9$			
Задовільний $0,6 \leq K1 \leq 0,8$			
Низький $K1 < 0,6$			

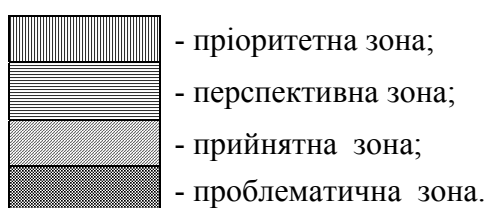


Рис. 1 Матриця інвестиційної привабливості підприємства «4П»

Напрямами подальшого дослідження з даної проблематики є розробка інструментарію, що дозволить об'єктивно визначити рівень ризику вкладання капіталу. Крім того, доцільним є адаптація системи локальних показників, а головне їх критеріальних рівнів для підприємств різної галузі, тобто розробка методичних підходів для отримання комплексного показника ПП з урахуванням галузевої належності підприємства.

Література

1. Пономаренко В. С., Ястремска О. М. Реальне інвестування суб'єктів господарювання: Навч. посіб.- Х.:ХДЕУ, 2000.
2. Фльорко В. Оцінка інвестиційної привабливості підприємства: проблеми врахування ризику і зниження його рівня//Регіональна економіка.-2003.-№4.
3. Савчук В.П, Прилипка С.И., Величко Е.Г. Анализ и разработка инвестиционных проектов. – Уч.пос. – К.:Абсолют – В, Эльга, 1999.
4. Білошапка В. Оцінка інвестиційної привабливості підприємства//Цінні папери України.-2002.-№20.
5. Лещенко М. Анализ инвестиционной привлекательности компаний//Рынок ценных бумаг.- 2001.№14(197).
6. Малова Т. Л., Сільверстова Л. С. Розвиток методичних засад рейтингової оцінки інвестиційної привабливості акціонерних підприємств//Актуальні проблеми економіки.-2003.-№2(20).
7. Юхимчук С.В., Супрун С.Д. Матрична модель оцінки інвестиційної привабливості промислових підприємств//Фінанси підприємств.-2003.-№1
8. Соколова Л.В. Фінансова привабливість підприємства: оцінка та перспективи застосування// Актуальні проблеми економіки.-2005.-№6(48)
9. Коюда О.П. Визначення інвестиційної привабливості підприємства//Економіка: проблеми теорії та практики: Зб.наук.праць. Вип.175.-Дніпропетровськ:ДНУ, 2003.
10. Терещенко О.Дискримінантна модель інтегральної оцінки фінансового стану підприємства//Економіка України.
11. Івченко І.Ю. Економічні ризики: Навч. посіб. – Київ: «Центр навчальної літератури», 2004.-304 с.

*Рекомендовано до публікації
д.е.н., проф. Довбнею С.Б. 7.11. 07*

*Надійшла до редакції
15.11.07*