

Ю. Р. Самігулліна, асп.

ОЦІНКА ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ ПІДПРИЄМСТВ: ОГЛЯД ВІТЧИЗНЯНИХ МЕТОДИК

Проаналізовано вітчизняні методики оцінювання інвестиційної привабливості підприємств, виявлено їх переваги та недоліки.

Вступ

В умовах зменшення інвестицій в основний капітал за рахунок внутрішніх джерел фінансування проблеми залучення інвестицій набувають надзвичайно актуального характеру. Адже інвестиційно привабливіше підприємство є конкурентоспроможнішим у залученні інвестицій. Оскільки загальноприйнятого підходу до оцінювання інвестиційної привабливості підприємства не існує, то це питання є досить актуальним, про що свідчить значна кількість статей та дисертацій таких вітчизняних авторів як: Л. І. Катан, К. С. Хорішко, Т. М. Власюк, С. В. Юхимчук, С. Д. Супрун, І. Д. Скляр, Ю. М. Шкодкіна, І. К. Федоренко, В. В. Рибалко, О. І. Судакова, Г. І. Великоіваненко, К. М. Мамонова, Н. Є. Крупська, О. О. Бахур, В. А. Федорова, Т. В. Майорова, В. М. Гриньов, В. О. Коюда, Т. І. Лепейко, О. П. Коюда, Ю. М. Велика, Д. М. Черваньов.

Метою роботи є аналіз вітчизняних методик оцінювання інвестиційної привабливості підприємств.

Завданнями статті є виявлення переваг та недоліків існуючих вітчизняних методик оцінювання інвестиційної привабливості підприємства.

Основний текст

Розпочнемо аналіз методів оцінювання інвестиційної привабливості підприємства з методики, яку пропонують Л. І. Катан та К. С. Хорішко, а саме: використовувати матрицю, побудовану за методикою інтегрованої оцінки його фінансового та майнового стану. Згідно з цією методикою матриця інвестиційної привабливості має три зони: високої, прийнятної та низької інвестиційної привабливості, у кожній зоні виділено класи інвестування (від 1-го до 9-го) (рис. 1) [6].

Інтегрована оцінка майнового стану підприємства	Інтегрована оцінка фінансового стану підприємства				
	До 1	1–4	4–8	8–12	12–16
До 1				4	5
1–4			4	5	6
4–8		4	5	6	
8–12	4	5	6		
12–16	5	6			

– зона високої інвестиційної привабливості;
 – зона прийнятної інвестиційної привабливості;
 – зона низької інвестиційної привабливості

Матриця інвестиційної привабливості підприємства за методикою інтегральної оцінки його фінансового та майнового стану

Проте, у статті не вказано, як саме розраховуються інтегральна оцінка фінансового та майнового стану підприємства. Також необхідно зазначити, що такий підхід до оцінювання інвестиційної привабливості зовсім не враховує вплив мезо- та макросередовища підприємства, які також впливають на неї, про що зазначалось у попередніх статтях Ю. Р. Самігулліної.

Власюк Т. М. пропонує для комплексної оцінки інвестиційно привабливих підприємств використовувати такі показники: фінансової стійкості, ліквідності активів, прибутковості інвестованого об'єкту, ділової активності, ринкової активності інвестованого об'єкта [2]. Власюк Т. М. вказує на недоцільність використання багатьох показників для оцінки інвестиційної привабливості, зокрема таких як: оцінки майнового стану, коефіцієнт абсолютної ліквідності, коефіцієнт співвідношення дебіторської та кредиторської заборгованості та інші, оскільки вони залежать від галузевої належності підприємства. Але ж це не означає, що вони не впливають на оцінку інвестиційної привабливості підприємства, а отже, доцільніше було б розглядати їх в залежності від галузі, тобто для кожної галузі встановлювати свої нормативні значення. А от у авторефераті «Оцінка інвестиційної привабливості підприємств легкої промисловості» Власюк Т. М. обґрунтовує необхідність для вибору об'єкта інвестування проведення оцінювання інвестиційної привабливості підприємства на мегарівні (рівні країни), на макрорівні (рівні регіону), на мезорівні (рівні галузей) та мікрорівні (рівні підприємств) [3], що є перевагою цієї методики у порівнянні з методиками деяких інших авторів.

С. В. Юхимчук та С. Д. Супрун пропонують модель оцінки інвестиційної привабливості промислових підприємств (молочної галузі), у якій для прийняття інвестиційного рішення обрано матричну форму. Пропонується проведення аналізу кількісних показників $F_1(x_1...x_4)$ (складовими є: $f(x_1)$ – показник, за допомогою якого визначається ліквідність активів підприємства, $f(x_2)$ – показник, що визначає фінансову стійкість підприємства, $f(x_3)$ – показник, що дає змогу проаналізувати оборотність активів підприємства, $f(x_4)$ – показник, що визначає прибутковість використовуваних активів) та якісних показників $F_2(x_5...x_{11})$ (складовими є: $f(x_5)$ – галузева приналежність підприємства, $f(x_6)$ – регіональна інвестиційна привабливість, $f(x_7)$ – стадія життєвого циклу підприємства, $f(x_8)$ – розрахунки підприємства за кредитами згідно з балансом підприємства, $f(x_9)$ – розрахунки підприємства з персоналом, $f(x_{10})$ – інформація щодо професійних здібностей керівництва, $f(x_{11})$ – інформація про добросовісність (чесність, порядність) керівника підприємства як партнера). Так, для кількісних показників автори пропонують скласти матрицю $E(n \times m)$, кількість рядків якої визначається числом кількісних показників, що оцінюють фінансовий стан підприємства (для їхнього випадку $n = 4$), а кількість стовпчиків матриці – кількістю складових, які забезпечують коректне визначення відповідних кількісних показників (для їхнього випадку $m = 3$).

Якщо показник відповідає рекомендованому значенню, то відповідному елементу присвоюється значення 1, якщо ж ні, то – 0.

На наступному етапі визначається фінансовий стан промислового підприємства.

Визначення якісних показників $F_2(x_5...x_{11})$ пропонується здійснювати проведенням детальної аналітичної роботи експертним методом, використовуючи при цьому теорію вагових коефіцієнтів. Кожному із відповідних якісних показників надається ваговий коефіцієнт – k_i (5, 11).

Після цього автори пропонують скласти рейтинг підприємства як об'єкта інвестування, в основі чого лежить набір показників відповідних коефіцієнтів, які отримують оцінку в балах. Формування узагальненого показника оцінки інвестиційної привабливості промислових підприємств проводиться підсумовуванням його складових [15].

Проте, присвоєння у матриці кожному елементу або одиниці, або нуля є недоліком цієї моделі, так як кожний показник має багато діапазонів, яким відповідає різний фінансовий стан, і тому досить однозначне бачення, коли значення показника не відповідає рекомендованому, то йому слід присвоювати 0, є вузьким. Це можна пояснити тим, що хоча значення показника може не відповідати рекомендованому, але якщо воно буде наближатися до нього, то в цьому випадку це може не вплинути на загальний фінансовий стан, або ж трохи знизити його, проте, бути нормальним. Крім того, як бачимо, кожному показнику відповідає по 3 складових, які забезпечують визначення відповідного кількісного показника, але, на погляд автора, ці кількісні показники потрібно описати показниками, які реально впливають на інвестиційну привабливість підприємства, їх не обов'язково має бути 3. Так, наприклад, третій рядок матриці, елементи якого характеризують оборотність активів, можна доповнити такими елементами як коефіцієнт та період оборотності дебіторської заборгованості, коефіцієнт та період оборотності запасів тощо.

І. Д. Скляр та Ю. М. Шкодкіна вважають доцільним проведення оцінки інвестиційної привабливості підприємства за допомогою аналізу фінансових показників його діяльності. Також автори обґрунтовують доцільність проведення інвестиційної привабливості підприємства на основі роздільної оцінки нормованих та тенденційних фінансових показників його діяльності (нормовані, для яких встановлено рекомендовані значення; тенденційні, які оцінюються на основі відповідності бажаним тенденціям). На основі оцінки фінансового стану за нормованими показниками відбувається відбір підприємств зі стійким фінансовим станом (за матрицями, в яких більше половини елементів одиниці). Потім проводиться оцінка фінансового стану та виробничо-господарської діяльності за тенденційними показниками (ділової активності, рентабельності, майнового стану, позиції підприємства на ринку цінних паперів), результатом якої є визначення рейтингу підприємства (з урахуванням вагових коефіцієнтів) за формулою

$$R_j = \sqrt{\sum_{i=1}^n k_i \left(1 - \frac{P_{i(j)}^f}{P_{i(e)}}\right)^2} \longrightarrow \min, \quad (1)$$

де R_j — узагальнюючий розрахунковий показник рейтингової оцінки фінансового стану та виробничо-господарської діяльності j -го підприємства; $P_{i(j)}^f$ — фактичне значення i -го показника j -го підприємства; $P_{i(e)}$ — значення i -го показника підприємства-еталона; k_i — ваговий коефіцієнт для i -го показника; n — кількість оцінюваних i -х показників j -го підприємства; i — порядковий номер оціночних показників j -го підприємства; j — порядковий номер досліджуваного підприємства.

Після цього відбувається вибір інвестиційно найпривабливішого підприємства за найменшим значенням узагальнюючого показника [10].

Як бачимо, автори приділяють увагу оцінці інвестиційної привабливості підприємства на мікрорівні (фінансового стану та виробничо-господарської діяльності), але не розглядають вплив зовнішнього середовища (мезо- та макрорівня). Крім того, як зазначається у алгоритмі, на етап оцінки фінансового стану та виробничо-господарської діяльності за тенденційними показниками переходять лише підприємства, у яких більше половини елементів матриці одиниці, тобто фактичне значення показника задовольняє нормативному (як зазначають автори, це дозволяє виявити фінансово нестійкі підприємства). Але слід зазначити, що, по-перше, оцінка фінансового стану включає не лише оцінку значень показників, які, на думку авторів відносяться до нормативних, але й тих, які відносяться до тенденційних, а по-друге, не можна сказати, що нормативні показники є важливішими за тенденційні, щоб вже на етапі оцінювання нормативних показників можна було зробити висновки про недоцільність вкладення коштів у підприємство. Також, слід зазначити, через те, що ця модель оцінки інвестиційної привабливості є рейтинговою, і оцінити інвестиційну привабливість підприємства можна лише, порівнюючи його з іншими підприємствами, то така модель не може слугувати для конкретного визначення стану інвестиційної привабливості окремого підприємства.

І. К. Федоренко та В. В. Рибалко пропонують проводити оцінювання інвестиційної привабливості компаній методом факторного аналізу: методом головних компонент. Зокрема, автори розглядають застосування методу головних компонент на прикладі даних, що характеризують ліквідність та доходність акцій. При цьому у авторів еквівалентом інвестиційної привабливості підприємства виступає ціна акції компанії [12]. Але не можна під інвестиційною привабливістю підприємства розуміти лише ціну акції компанії, адже поняття інвестиційної привабливості підприємства є ширшим.

О. І. Судакова пропонує застосування внутрішнього гудвілу як інтегрального показника для комплексного аналізу рівня інвестиційної привабливості не тільки окремих об'єктів, а й певних галузей економіки та регіонів [11]. Т. В. Момот також пропонує оцінювати вплив чинників на рівень інвестиційної привабливості підприємства за допомогою підходу, що базується на визначенні внутрішнього генерованого підприємством гудвілу [9]. Проте такі підходи можуть застосовуватись лише для порівняння інвестиційної привабливості декількох під-

приємств, оскільки в цій методиці не визначається рівень показника гудвілу, який відповідав би конкретному рівню інвестиційної привабливості підприємства.

Г. І. Великоіваненко та К. М. Мамонова вважають, що аналіз інвестиційної привабливості підприємства необхідно проводити у комплексі з аналізом інвестиційної привабливості ринку, галузі та регіону, до яких воно належить. Так аналіз інвестиційної привабливості галузей економіки необхідно здійснювати на основі таких груп показників: рівень прибутковості діяльності галузі, рівень перспективності розвитку галузі, рівень інвестиційних ризиків, характерних для галузі. В основу моделі оцінки інвестиційної привабливості безпосередньо підприємства покладено показник рентабельності власного капіталу. Для оцінки інвестиційної привабливості підприємства автори вважають доцільним використання моделі аналізу ієрархій, а також використовувати елементи нечіткої логіки [1]. Слід зазначити, що в аналізі інвестиційної привабливості підприємства автори не враховують інвестиційну привабливість країни, у якій функціонує підприємство.

Н. Є. Крупська та О. О. Бахір пропонують рейтингову модель оцінки інвестиційної привабливості підприємства. Так, рейтинг інвестиційної привабливості підприємства визначається інтегральним показником інвестиційної привабливості регіону, інтегральним показником інвестиційної привабливості галузі, інтегральним показником інвестиційної привабливості ринку, інтегральним показником фінансового стану підприємства [7]. Проте, у статті не наведено механізм розрахунку оцінки інвестиційної привабливості підприємства, а тільки перераховано фактори, які впливають на неї.

В методиці інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємств та організацій, розробленої Агентством з питань запобігання банкрутству підприємств та організацій, наголошується на тому, що окремо взяте підприємство, незалежно від його підпорядкованості або інвестиційної непривабливості цілого регіону, може бути інвестиційно привабливим, тобто для особливо стратегічного інвестора у більшості випадків не має значення рівень розвитку регіону, в якому розташований об'єкт інвестування, його минулі зв'язки з партнерами тощо. У розрахунку інтегральної оцінки враховуються показники: майнового стану інвестованого об'єкту, фінансової стійкості (платоспроможності), ліквідності активів, прибутковості, ділової активності та ринкової активності інвестованого об'єкта [8]. Такі ж показники пропонує використовувати і Т. М. Власюк [2]. Але ця методика не враховує впливу зовнішнього середовища на інвестиційну привабливість підприємства, на відміну від методики Т. М. Власюк [3].

В. А. Федорова, оцінюючи інвестиційну привабливість, аналізує такі сфери:

- 1) економічні результати роботи підприємства;
- 2) показники перспективності інвестиційного проекту (висока питома вага випущеної продукції, надійність збуту виготовленої продукції, перспективність розвитку в Україні випуску певної продукції, рівень державної зацікавленості до підтримки цього виробництва і виробництва певного виду продукції, наявність в регіоні сприятливої інвестиційної інфраструктури, ступінь замкненості виробничого циклу на підприємстві);
- 3) фінансовий аналіз перспективності інвестування [13].

Як бачимо, автор, оцінюючи інвестиційну привабливість підприємства, використовує окремі показники впливу зовнішнього середовища, але один-два показники не можуть характеризувати рівень сприяння залученню інвестицій у країну, регіон або галузь.

Т. В. Майорова до оцінки інвестиційної привабливості підприємства включає: загальну характеристику підприємства; характеристику технічної бази підприємства; номенклатуру продукції, що випускається; виробничу потужність; місце підприємства в галузі, на ринку, рівень його монопольності; характеристику системи управління; статутний фонд, характеристику власників підприємства, ціну акцій; структуру витрат на виробництво; обсяг прибутку та напрями його використання; оцінку фінансового стану підприємства, яка складається з оцінки майнового стану підприємства та динаміки його зміни, оцінки фінансових результатів діяльності підприємства, оцінки ліквідності, аналізу ділової активності, аналізу платоспроможності (фінансової стійкості), аналізу рентабельності. Усі розраховані показники заносяться до спеціальної таблиці і визначається рейтингова оцінка підприємства: погана (0...40 %) — фінансовий стан поганий, недостатня (40...60 %) — надійність викликає підозру, недостатній рівень пла-

тоспроможності, задовільна (60...80 %) — задовільний фінансовий стан, достатня (80...90 %) — достатньо добрий фінансовий стан, висока (90...100 %) — відмінник-фінансовий стан [4].

Ця рейтингова оцінка визначається лише на основі фінансового стану підприємства, вона не враховує інші фактори, які автор методики пропонує включати до оцінки інвестиційної привабливості.

Методика оцінки інвестиційної привабливості В. М. Гриньова, В. О. Коюди, Т. І. Лепейко, О. П. Коюди та Ю. М. Великої передбачає два етапи її здійснення. На першому етапі відбувається розрахунок інтегрального показника за кожним підприємством окремо на підставі фінансової та бухгалтерської звітності. Так, беруться до уваги такі групи показників: оцінка майнового становища; оцінка ліквідності; оцінка фінансової стійкості; оцінка ділової активності; оцінка рентабельності.

Визначення інтегрального показника інвестиційної привабливості з урахуванням їх значущості відбувається за формулою

$$I = \sum_{j=1}^n \prod_{i=1}^n d_i \cdot \frac{|x_{ij} - x_{i \max[\min]}|}{x_{i \max} - x_{i \min}}, \quad (2)$$

де x_{ij} — значення i -го показника; d_i — рівень значущості i -го показника; n — кількість показників; $x_{i \min}$ — мінімальне значення i -го показника (за мінімізацією); $x_{i \max}$ — максимальне значення i -го показника (за максимізацією).

На другому етапі відбувається коригування інтегрального показника з урахуванням привабливості на мезоекономічному рівні (галузі, регіону), впливу результатів фінансово-господарської діяльності (оцінка якості управління підприємством на підставі аналізу руху грошових коштів та стадія життєвого циклу підприємства) та ризиків діяльності підприємства.

Оцінку інвестиційної привабливості підприємства автори пропонують визначати за формулою

$$E = IK_{1ij}K_{2ij}K_3K_4, \quad (3)$$

де I — інтегральний показник; K_{1ij} — відповідний коефіцієнт згідно з матрицею привабливості на мезоекономічному рівні; K_{2ij} — коригуючий коефіцієнт оцінки управління; K_3 — вплив зовнішніх ризиків; K_4 — вплив внутрішніх ризиків [5].

Отже, бачимо, що автори для визначення інвестиційної привабливості підприємства враховують окрім стану самого підприємства ще й інвестиційну привабливість на мезоекономічному рівні, проте не враховують інвестиційну привабливість на макрорівні, тобто інвестиційний клімат держави.

Д. М. Черваньов пропонує для оцінювання інвестиційної привабливості підприємства, як і Т. В. Майорова, досліджувати загальну характеристику підприємства та фінанси підприємства. На основі аналізу першої групи показників авторами передбачається встановлення стадії життєвого циклу підприємства («народження», «дитинство», «юність», «рання зрілість», «остаточна зрілість», «старіння»). Інвестиційно привабливими слід вважати підприємства, що перебувають на перших чотирьох стадіях. Фінансову складову автори пропонують оцінювати в залежності від зацікавлених сторін. Так, для короткотермінових кредиторів проводиться аналіз ліквідності активів та аналіз оборотності активів, або ділової активності. Довготермінових кредиторів (стратегічних інвесторів) цікавить аналіз фінансової стійкості, платоспроможності підприємства. Акціонерів-інвесторів цікавить аналіз прибутковості та рентабельності капіталу. Далі агреговані групові показники узагальнюють в один інтегральний показник, що здійснюється з використанням коефіцієнтів вагомості, відносно значення яких становить для оборотності активів — 0,15; прибутковості капіталу — 0,5; фінансової стійкості — 0,15; ліквідності активів — 0,2. У відповідності з інтегральним показником підприємство може бути віднесено до групи з пріоритетною, достатньо високою, середньою або низькою інвестиційною привабливістю [14].

Але інтегральний показник включає лише фінансову стан діяльності підприємства і не включає впливу загальної характеристики підприємства, на основі якої автори пропонують

визначати стадію життєвого циклу підприємства, в результаті якої робиться висновок про доцільність вкладення інвестицій у підприємство.

Висновки

Можна зробити висновки, що частина методик є рейтинговими оцінками підприємств, і на основі них не можна визначити інвестиційну привабливість окремого підприємства. Загалом усі методики можна розділити на 2 групи:

- 1) які враховують вплив зовнішнього середовища;
- 2) які не враховують вплив зовнішнього середовища.

Проте, деякі методики, автори яких пропонують враховувати вплив зовнішнього середовища, у розрахунку кінцевого показника враховують лише фінансовий стан підприємства. Тому актуальним є вдосконалення моделі інвестиційної привабливості підприємства з урахуванням впливу усіх факторів, на основі якої можна було б визначити інвестиційну привабливість для окремого підприємства, без порівняння його з іншими.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Великоіваненко Г. І. Ієрархічна модель оцінки інвестиційної привабливості підприємства [Електронний ресурс] / Г. І. Великоіваненко, К. М. Мамонова. — Режим доступу : <http://globalteka.ru/order/2349.html>.
2. Власюк Т. М. Методика оцінки інвестиційної привабливості державних підприємств // Інвестиції: практика та досвід. — 2005. — № 4. — С. 22—26.
3. Власюк Т. М. Оцінка інвестиційної привабливості підприємств легкої промисловості (територіально-галузевої підхід) : автореф. дис. На здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.07.01 «Економіка промисловості» / Власюк Тетяна Миколаївна ; Київський національний університет технологій та дизайну. — К., 2006. — 17 с.
4. Майорова Т. В. Інвестиційна діяльність : навч. посіб. / Т. В. Майорова. — К. : ЦУЛ, 2003. — 376 с.
5. Інвестиційний менеджмент: навч. посіб. / [В. М. Гриньова, В. О. Коюда, Т. І. Лепейко, та ін.]. — 2-ге вид., доопрац. і доп. — Х. : вид-во «ІНЖЕК», 2005. — 664 с.
6. Катан Л. І. Оцінка інвестиційної привабливості підприємства / Л. І. Катан, К. С. Хорішко // Інвестиції: практика та досвід. — 2010. — № 5. — С. 22—24.
7. Крупська Н. Є. Формування рейтингової оцінки інвестиційної привабливості підприємств [Електронний ресурс] / Н. Є. Крупська, О. О. Бахір. — Режим доступу : http://www.rusnauka.com/12_ENXXI_2010/Economics/65220.doc.htm.
8. Методика інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємств та організацій [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua>.
9. Момот Т. В. Інвестиційна привабливість акціонерного товариства: удосконалення методики оцінки // Менеджер. — 2005. — № 4 (34). — С. 117—122.
10. Скляр І. Д. Рейтингова оцінка фінансового стану як складова оцінки інвестиційної привабливості підприємства [Електронний ресурс] / І. Д. Скляр, Ю. М. Шкодкіна. — Режим доступу : http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Mre/2009_2/2.6.pdf/.
11. Судакова О. І. Економічна безпека: аспект оцінки інвестиційної привабливості підприємств [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/prvs/2008_2/0604.pdf.
12. Федоренко І. К. Моделювання інвестиційної привабливості компаній методами факторного аналізу / І. К. Федоренко, В. Б. Рибалко // Формування ринкових відносин в Україні. — 2010. — № 10 (113). — С. 89—93.
13. Федорова В. А. Інвестування: міжнародний аспект : навч. посіб. — К. : Центр учбової літератури, 2007. — 280 с.
14. Черваньов Д. М. Менеджмент інвестиційної діяльності підприємств : навч. посіб. — К. : Знання. — Прес, 2003. — 622 с.
15. Юхимчук С. В. Матрична модель оцінки інвестиційної привабливості промислових підприємств / С. В. Юхимчук, С. Д. Супрун // Фінанси України. — 2003. — № 1. — С. 3—12.

Рекомендована кафедрою фінанси та кредит

Стаття надійшла до редакції 30.01.12
Рекомендована до друку 13.03.12

Самігулліна Юлія Равілівна — аспірантка кафедри відновлювальної енергетики та транспортних електричних систем та комплексів.

Вінницький національний технічний університет, Вінниця