ВСТУП

Інвестиційний потенціал є основоположною економічною категорією в умовах ринкової економіки. Його ефективне використання, передбачає наявність альтернатив, вимагає здійснювати вибір ресурсів, джерел фінансування, форм і способів інвестицій. Сучасне трактування інвестиційної привабливості має на увазі ефективне використання вартісної оцінки підприємства.

Питання, пов'язані з оцінкою вартості підприємства завжди знаходилися в центрі уваги. Значний внесок в області теорії і практики оцінки вартості підприємства внесли такі дослідники, як Б.В. Алахов, А.С, Бакаєв, М.І. Баканов, С.Б. Барнгольц, Ю.А. Данилевський, П.С. Безруких, Н.А. Береславцева, А.Г. Грязнова, З.В. Кир'янова, О.В. Єфімова, В.В. Ковальов, Н.П. Кондраков, Я.В. Соколов, С.К. Татур, В.І. Ткач, О.М. Хорін, А.А. Шапошников, А.Д. Шеремет, М.А. Федотова, а також зарубіжні дослідники: Р. Адамс, М. Алле, А. Аренс, Х. Андерсон, Р.Антоні, Л.А. Бренстайн, Й. Бетге, Дж. Блейк, Е. Бріттон, М. Ван Бреда, К. Ватерсон, Р. Дамар, Р.Е. Келлі, Г. Марковіц, М. Міллер, Ш.П. Пратг, Б. Райан, Ж. Рішар, Д.Стоун, Дж. Тобін, Дж. Р. Хікс, Р. Холт, Д. Фостер та ін.

Вартісна оцінка підприємства є найважливішим елементом сучасного інвестиційного потенціалу. У світі розроблено безліч показників для визначення результатів роботи підприємства, розрахованих на базі звітності і використовуваних економістами для прогнозів і здійснення економічних аналізів. Проблемам використання коефіцієнтів інвестиційної привабливості та вартісної оцінки при аналізі підприємства присвячені роботи таких вітчизняних і зарубіжних вчених, як Е.Ф. Борисова, Ю.А. Бабічева, В.В. Бочарова, Ф.М. Волкова, Д.А. Ендовицкий Л.Н. Павлова, Е.М. Шабаліна, Х.Андерсна, Л.А. Бернстайна, Дж. Блейка, Е. Брітгона, М.Ван Бреда, М.Міллер, Ф. Модільяні, Б. Нидлз, Б. Райана, Ж. Рішара, Д. Стоуна, Р. Холта, К. Улоша і ін.

Однак у вітчизняній практиці даний напрямок, засноване на оцінці вартості підприємства, як інвестиційного потенціалу використовується далеко не повною мірою. Це пов'язано з тим, що практично всі здійснювані підприємством операції направляються на примноження власності, збільшення вартості підприємства. Щоб наблизитися до світового рівня, необхідно мислити про компанію в категоріях її вартості та інвестиційної привабливості розрахованої на основі теорії корпоративних фінансів і вміти застосовувати їх для аналізу компанії. Кожне рішення в сфері залучення інвестицій має прийматися з точки зору впливу його на вартість підприємства в цілому.

Магістерська робота присвячена дослідженню питань оцінки вартості підприємства для визначення його інвестиційної привабливості. Поява таких значущих специфічних факторів і кардинальна зміна механізму інвестиційної діяльності виявляють неспроможність старих накопичених знань, служать дієвим мотивом, що спонукає дослідника до розробки більш досконалих наукових підходів, адекватно відповідають новим соціально-економічним умовам господарювання.

Однією з характерних тенденцій розвитку світової цивілізації є все більш набирає силу процес гармонізації міжнародного фінансово - облікового законодавства. Звідси виникає реальна проблема вдосконалення організаційно-правової та нормативної бази аналізу інвестицій, розробка адаптивних методики оцінки інвестиційної привабливості, здатність врахувати оцінку вартості підприємства, специфічні особливості та вимоги потенційних інвесторів.

Проведені в останні роки дослідження вітчизняних економістів в даній області, в основному були присвячені питанням методики проведення аналізу господарської діяльності за даними звітності підприємств і не враховують концепцію інвестиційної привабливості в системі вартісної оцінки підприємства. Розгляд питання інвестиційної привабливості підприємства на основі вартісної оцінки проводилося нами на узагальненні результатів наукових досліджень вітчизняних і зарубіжних фахівців які зробили значний внесок у вивчення даної проблеми, таких як: В.М. Богачев, П.Л. Віленський, Л.Т. Гіляровський, Н.М. Заваріхін, В.Б. Івашкевич, Л.В. Канторович, З.В. Кир'янова, В.В. Ковальов, В.В. Косів, В.Н. Лівшиць, І.В. Липсиц, Д.С.Львов, М.В. Мельник, В.В. Новожилов, Я.В. і ін., а також зарубіжні автори - В. Беренс, Ю. Брих, Е. Грант, Д. Дін, Б. Карсберг, Д.Ф.Коллінз, С.Кім, Р. Пайк, С. Рейборн, Д. Стоун та ін.

Час вимагає розробки нових підходів до формування економічної інформації, створюваної в рамках фінансової діяльності підприємств, що використовується для прийняття рішень з управління інвестиціями. Першорядне значення набувають не тільки відображення даних реорганізаційних перетворень, а й обґрунтування проведення їх в комплексі з аналізом зовнішніх факторів макросередовища, в тому числі і виникаючих ризиків.

Інтеграція в рамках однієї системи фінансових підходів дозволяє сформувати економічну інформацію, яка служить базою для визначення вартості підприємства, прийняття рішень в сфері залучення інвестицій. Поява таких економічних явищ як реінжиніринг бізнес-процесів, біоінженірінг відкривають нові підходи не тільки до структури виробництв, які не мають нічого спільного з процесами минулих епох, але і нових форм аналізу.

Наукова і практична значущість, недостатня вивченість зазначених проблем зумовили вибір теми магістерської роботи, його предмет, мету, завдання та структуру.

Мета роботи полягає в створенні моделей і методики оцінки вартості підприємств на різних фазах його життєвого циклу, розробці концепції визначення інвестиційної привабливості на основі вартісної оцінки підприємства та концепції кредитування інвестиційних проектів як форми реалізації інвестиційної привабливості.

Досягнення поставленої мети, запропонованої в якості загальної проблеми і основної концепції роботи, забезпечується постановкою і вирішенням таких завдань:

1) розробити загальну модель вартісної оцінки підприємства, визначити основні етапи моделювання, провести аналіз відповідних методів і показників, які використовуються в рамках майнового і комерційного підходів;

2) дослідити інформаційні дані для прийняття рішень по управлінню інвестиційним потоком і розробити концепцію стратегічної оцінки вартості;

3) виявити особливості оцінки вартості підприємств різних організаційно-правових форм;

4) розробити аспекти моделі оцінки вартості підприємства, з точки зору інвестиційної привабливості;

5) виявити особливості інвестиційного кредитування, як форми реалізації інвестиційної привабливості з урахуванням концепції вартісної оцінки підприємства.

Предметом дослідження є проблеми теорії та методології оцінки вартості підприємства в рамках сучасних понять інвестиційної привабливості.

Об'єктом дослідження є моделі оцінки вартості підприємства на базі ряду інформаційних даних. Представлений один з можливих підходів до дослідження інвестиційної привабливості підприємства. Цей підхід був зорієнтований на вивчення впливу вартісної оцінки підприємства на його інвестиційну привабливість. Розрахунок проводився в кілька етапів. Об'єктом практичної реалізації досліджень з'явилися будівельні організації.

Методологія і методика дослідження ґрунтувалася на працях вітчизняних і зарубіжних вчених з питань визначення інвестиційної привабливості підприємств в системі вартісної оцінки. Для вирішення поставлених завдань в якості інструменту використовувались методи порівняльного аналізу, угруповання даних, метод моделювання.

У процесі дослідження були вивчені нормативні, методичні матеріали, а також спеціальна література з обраної теми дослідження. Що дозволило висловити свої міркування щодо ряду питань, що розглядаються і на цій основі розробити відповідні методики.

Модель вартісної оцінки забезпечує інвесторів інформацією, а також забезпечує керівників і фахівців підприємства виробничої інформацією для прийняття ефективних рішень в управлінні інвестиційними потоками. Дана модель використовує інформаційні потоки про зовнішні чинники макросередовища, що формуються маркетинговими службами, відділами управління ризиком і т.д.

Зазначені результати досліджень, виконаних в магістерської роботі, формують новий науковий напрям в області стратегічної оцінки вартості, що забезпечує теоретичне і практичне рішення концепції інвестиційної привабливості підприємств в системі вартісної оцінки підприємства.

Практична значимість проведеного дослідження полягає в тому, що його теоретичні та методологічні результати доведені до практичних висновків і рекомендацій. Використання результатів дослідження дозволить, підвищити ефективність прийнятих рішень в області інвестиційних процесів.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ І МЕТОДОЛОГІЧНІ АСПЕКТИ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

1.1 Сучасна концепція вартісної оцінки підприємства

Для оцінки вартості підприємства необхідні аналіз і оцінка інформації про макросереде (аналіз нормативно-законодавчої бази та змін до неї, статистичних даних про зміни, що відбуваються в регіоні, в галузі і т.п., аналіз кон'юнктури ринку, облік політичних чинників і ін.)

Холт Роберт Н. відзначає: «... концепція підвищення цінності фірми і важливість комплексного аналізу при прийнятті фінансових рішень - два принципи, які ніколи не будуть витіснені новими аналітичними прийомами» [19, с.9]. Концепція вартісної оцінки підприємства повинна чітко простежуватися в процесах аналізу інвестиційної привабливості, а також в процесі управління інвестиційним потоком. Можна однозначно сказати, що такий показник як вартість підприємства тісно взаємопов'язаний з показниками інвестиційної привабливості даного підприємства. В економічній оцінці вартість підприємства можна розглядати на основі трьох основних підходів: майнового, комерційного та дохідного. Отже, на вартість підприємства впливає цілий ряд економічних показників в прямій залежності від обраного концептуального підходу. Схематично концептуальна структура вартісної оцінки підприємства представлена на рис. 1.1.

Розроблені методики оцінки вартості підприємства для визначення його інвестиційної привабливості та розроблені практичні і теоретичні рекомендації з питань інвестиційного кредитування використані на підприємствах будівельної індустрії.

**Життєвий цикл розвитку господарюючого резидента**

**Інформаційна модель оцінки вартості підприємства**

**Оцінка інвестиційної привабливості підприємства**

**Концепція стратегічної оцінки собівартості**

**Концепція вартості підприємства та оцінка інвестиційної привабливості на основі економічних даних**

**Вартісна оцінка підприємства**

**Обліково – аналітичні теорії**

**Камеральна**

**Статистична**

**Динамічна**

**Еволюційна**

Рис. 1.1. Концептуальна структура вартісної оцінки підприємства

Далі проведемо порівняльний аналіз методів, використовуваних в рамках кожного з підходів. Перший рівень оцінки вартості підприємства оцінка вартості підприємства по балансу. Чиста балансова вартість (ЧБС) підприємства, іншими словами, це «чиста вартість майна», «власний капітал», «вартість чистих активів», «вартість чистих пасивів». Зазвичай відображення основних засобів, проводиться за їх первісною вартістю за мінусом накопиченої амортизації. Тобто вартість об'єктів основних засобів змінюється з моменту придбання до звітної дати за допомогою коефіцієнта зміни в загальному індекс цін.

При цьому переоцінка основних фондів не враховується. Щоб оцінити ступінь ліквідності підприємства застосовують такий показник, як вартість чистих активів (ВЧА), так як він з найменшою похибкою наближає дані фінансового обліку до ринкової вартості підприємства. Однак величина чистих активів не дає нам уявлення про кон'юнктуру ринку, не дає характеристику майбутнього прибутку.

Стосовно до кредитної організації чисті активи, це активи без зобов'язань, тобто власні кошти (капітал). Тому, замість показника чистих активів для кредитної організації розраховується показник власних коштів (капіталу), а значить, для ряду організацій їх вартість можна визначити аналогічно, оцінивши вартість їх капіталу. Показником вартості капіталу відповідає поняття «вартість чистих пасивів». При майновому підході вартість чистих активів, розрахована на основі звітності, буде збігатися зі значенням показника «вартість чистих пасивів». Розрахунок чистих пасивів здійснюється за формулою:

ВЧП= ВК-ЦФ +ДМП+ПДВ; (1.1)

де ВЧП - вартість чистих пасивів,

ВК величина власного капіталу,

ЦФ - цільове фінансування,

ДМП - доходи майбутніх періодів.

Боб Райан вважає, що «…початкова вартість являє собою вихідну ціну покупки активу, яка може істотно відрізнятися від його поточної вартості як при оцінці за вартістю заміни, так і за вартістю реалізації» [13, с. 74].

Як правило, майнового підходу для оцінки вартості капіталу недостатньо. Для отримання більш точної оцінки вартості підприємства використовуються різні методи на основі дохідного підходу, при якому важливе значення має показник вартості чистих пасивів. Розглянувши, даний метод оцінки вартості підприємства було б не справедливо відзначити тільки його переваги, так як він має і ряд недоліків.

По-перше, вартість компанії, відображена в балансі зазвичай далека від ринкової, ми не бачимо всіх цінностей підприємства, що належать йому на праві власності. Як правило, в балансовий звіт не включаються нематеріальні активи такі як, товарні знаки, емблеми якими володіє підприємство, і які можуть виявитися найбільш істотними активами. Через так званих «прихованих резервів», а саме різниці між реальною і балансовою вартістю цих видів активів, при оцінці підприємства по чистої балансової вартості можуть виникнути проблеми, пов'язані з оцінкою основних засобів по балансу. Тільки з урахуванням усіх необхідних поправок всі ці неточності в оцінці активів можна усунути.

З першого, випливає і другий недолік, а саме не отримання справжньої, істиною картини про підприємство, так як є перекручена інформація за багатьма показниками.

По-третє, низька релевантність. Дані балансу відображають стан справ в минулому, так як на його складання витрачено деякий час, а, отже, його дані застарівають і не дають уявлення про стан справ в даний момент.

Недоліки цього методу відзначаються і багатьма вченими. Міддлтон вважає, що «первісна вартість, показана в бухгалтерському балансі, неадекватна поточної вартості коштів на момент його складання» [18, с. 44]. На практиці цей метод оцінки може використовуватися як початковий пункт, який може служити базою для аналізу змін у вартості підприємства. При цьому первісна вартість підприємства порівнюється з його ринковою вартістю.

Розглянемо наступний метод оцінки - метод скоригованої (чистої) балансової вартості. При цьому методі при розрахунку скоригованого чистого балансової вартості (СЧБС), враховується величина переоцінки основних фондів підприємства. Скоригований чистий балансова вартість досить надійно відображає нижню межу ціни підприємства. 15 альтернативної вартості - це величина рівна вартості заміни активів на відкритому ринку для фірми, що діє як функціонує підприємство» [143, с.27З]. Якщо провести порівняльний аналіз між методом заміщення і методами чистої балансової вартості і скоригованої балансової вартості, то можна відзначити наступне. Переваги методу заміщення в тому, що при цьому методі оцінюються також і нематеріальні активи (патенти, ліцензії, авторські права), враховується вартість створення і управління підприємством, а недоліки, в тому, що він не показує здатність активів приносити прибуток.

Для діючого підприємства можна застосовувати метод нульовий (фіктивної ліквідаційної) вартості.

У міжнародній і вітчизняній облікової літературі є посилання на нульові баланси (Лі Якокка "Кар'єра менеджера», Генрі Форд «Сьогодні і завтра», Жак Рішар «Аудит і аналіз господарської діяльності підприємства», «Бухгалтерський облік: теорія та практика», Ткач В.І., Бреславцева Н.А. «Проблеми підготовки і використання ліквідаційних балансів в Російській економіці», Бетге І. «Балансознавство», Ткач В.І., Кубасова Т.О., Шумилин Е.П. «Бухгалтерський облік реорганізації, санації , покупки підприємства »). Великий науковий і практичний внесок у цю методологію їх використання для прийняття економічних фінансових і юридичних рішень внесли В.І. Ткач і Н.А. Бреславцева.

Методологічні та практичні питання використання нульових балансів розроблені вперше Н.А. Бреславцевой, яка зробила першу спробу їх систематизації. Професор Н.А. Бреславцева трактує нульовий баланс як «системний обліково-аудиторський процес управління економічними явищами, заснований на визначенні глобального фінансового результату і вартості майна інституційної одиниці на певний момент в майбутньому, на основі використання принципу продовження діяльності» [25, с.З5]. За своєю природою нульовий баланс є похідним звітом, одним з інструментів стратегічної Таких показників як, «чиста балансова вартість», «чиста скоригована балансова вартість», «вартість чистих активів» і «вартість чистих пасивів» недостатньо для аналізу і оцінки ефективності інвестицій в дане підприємство. Так як підприємство, що має великий обсяг чистих активів, може бути оцінений вище, але приносити істотно менший прибуток і навіть бути збитковим.

Однією з різновидів методу чистої скоригованої вартості є метод дійсної вартості, запропонований Коласом. Під дійсною вартістю він розуміє вартість підприємства як майнового комплексу, який генерує результат господарської діяльності.

Дійсна вартість підприємства не включає вартість невиробничого майна і відрізняється від активів, показаних в балансі. Вона відображає елементи, які не фігурують в активі, але беруть участь у формуванні результату господарської діяльності. Прикладом може служити договір лізингу. При використанні даного підходу при включенні активів, які обліковуються раніше за балансом, в дійсну вартість підприємства, повинні бути включені права власності на ці активи, передбачені відповідним договором.

В таблиці 1.1 показаний порівняльний аналіз методів визначення вартості підприємства на базі майнового підходу. При оцінці вартості підприємства використовується майновий підхід, служить лише першим етапом наближення до ринкової вартості, хоча і припускає використання простих, нетрудомістких методів.

Найбільш обґрунтовану інформацію про вартість підприємства, для прийняття правильних рішень по використанню вартості підприємства, дає комерційний підхід. Метод заміщення, передбачає оцінку активів з альтернативної вартості і широко застосовується в рамках комерційного підходу в діяльності оціночних фірм. «Оцінка активів за їх оцінки вартості.

Таблиця 1.1

Порівняльний аналіз методів визначення вартості підприємства на базі майнового підходу

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Порівняльні характеристики |  | Метод балансової вартості | Метод скоригованої балансової вартості | Метод дійсної вартості по Коласа |
| Показник оцінки вартості підприємства. |  | Чиста балансова вартість (ЧБС). Вартість чистих активів (ВЧА) | Вартість чистих пасивів (СПП) Скоригований чистий балансова вартість (СЧБС) | Скоригована вартість чистих активів (СВЧА) Дійсна вартість |
| Алгоритм розрахунку на базі статичної теорії |  | ЧБС А-І-О, де ЧБС - чиста балансова вартість підприємства; А-активи;І-всі види зносу матеріальних активів;Зобов'язання підприємства (кредити, позики, розрахунки) | СЧБС = А-І-П-О, де А-активи; І-всі види зносу матеріальних активів;Зобов'язання підприємства (кредити, позики, розрахунки) Переоцінка фондів підприємства,СВЧА = А - І - П - Про + ДБП | Бухгалтерські активи - невиробничі активи + господарські активи, які не включаються в актив = дійсна вартість брутто (ДСБ) [13, с.51] Бухгалтерські активи + Результат переоцінки = Скориговані активи-скоригована кредиторська заборгованість = Чисті скореговані активи (ЧСА) [13. с. 59] |
| Використовувані концепції оцінки активів | Історична | Змішана | Змішана |
| Переваги підходу | - Базується на вже відомих даних- Простота- Легка реалізація |
| Недоліки підходу | - Чи не дозволяє визначити дійсну вартість підприємства, не відображає прибуток, яку отримує і може отримати підприємство в майбутньому від використання своїх активів. |

Нульова вартість показує, скільки залишиться коштів після фіктивної ліквідації підприємства, а саме ту частину, виражену в грошовому вираженні, яка залишиться після фіктивної ліквідації, яка передбачає продаж активів за ринковими цінами і виплату боргів.

Нульова ліквідаційна вартість, менше скоригованої балансової вартості, на величину різниці між ринковою та балансовою вартістю підприємства і величину фіктивних ліквідаційних витрат, що включають в передбачувані комісійні при продажу підприємства, а також величину податкових платежів, які виникли в процесі реалізації активів. Нульова вартість може визначати мінімальну ціну підприємства при його продажу в разі високої ймовірності банкрутства підприємства.

Такі фактори як швидкість продажу (ціна реалізації в разі швидкого продажу, як правило, нижче нормальної ринкової), місцезнаходження, ступінь ліквідності і інші, повинні обов'язково бути враховані при визначенні ринкових цін активів підприємства. З отриманої ринкової вартості активів віднімають зобов'язання і витрати на фіктивну ліквідацію, кошти, спрямовані на розрахунки з бюджетом. Нульова вартість може визначати мінімальну ціну підприємства при його продажу в разі високої ймовірності банкрутства підприємства. Спробуємо привести до спільного знаменника вже існуючі методики використання нульовою (фіктивної ліквідаційної) вартості (таблиця 1.2, 1.3 і 1.4) при цьому необхідно враховувати наступні показники:

1. Основні принципи.

2. Стратегічні моменти (потенційні покупці активів, майнових прав, їх положення на ринку і т.д.).

3. Тип користувачів.

4. Прийняті допущення ризику втрати активів, ризик втрати зобов'язань і інші припущення).

5. Підходи, які використовуються для оцінки підприємства (комерційний, дохідний).

6. Використовуваний вид цін при відображенні умовної реалізації активів (ринкові, прогнозні ринкові ціни).

7. Використовувану балансову теорію.

Таблиця 1.2

Моделеутворюючі фактори методу нульовий (фіктивної ліквідаційної) вартості діючого підприємства

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Балансова теорія | Тип користувачів інформації | Використання допусків | Підходи до оцінки підприємства при розрахунках ВЧА та СЧП  | Використання цін при відображенні умовної реалізації активів |
| Зовнішні | Внутрішні | Ризик втрати активів | Ризик втрати зобов’язань | GAAP | МСФЗ | П(С)БО | Інші | Майнові | Ринковий | Дохідний | Поточні ринкові | Прогнозні ринкові |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 |
| 1. Статична теорія | + | + | +- | +- | +- | +- | +- | +- | + | + | - | + | - |
| 2. Динамічна теорія | - | + | +- | +- | +- | +- | +- | +- | - | + | + | + | + |
| 3. Еволюційно - адаптивна | + | + | +- | +- | +- | +- | +- | +- | + | + | + | + | + |

Таблиця 1.3

Модель нульовий ліквідаційної вартості на основі статичного підходу

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Балансова теорія | Тип користувачів інформації | Використання допусків | Підходи до оцінки підприємства при розрахунках ВЧА та СЧП  | Використання цін при відображенні умовної реалізації активів |
| Зовнішні | Внутрішні | Ризик втрати активів | Ризик втрати зобов’язань | GAAP | МСФЗ | П(С)БО | Інші | Майнові | Ринковий | Дохідний | Поточні ринкові | Прогнозні ринкові |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 |
| 1. Позаоборотні активи | + | + | +- | - | +- | +- | +- | +- | + | + | - | + | - |
| 2. Оборотні активи | + | + | +- | - | +- | +- | +- | +- | + | + | - | + | - |
| **Баланс** | + | + | +- | - | +- | +- | +- | +- | + | + | - | + | - |
| 4. Капітали та резерви | + | + | - | +- | +- | +- | +- | +- | + | + | - | + | - |
| 5. Довгострокові пасиви | + | + | - | +- | +- | +- | +- | +- | + | - | - | + | - |
| 6. Поточні пасиви | + | + | - | +- | +- | +- | +- | +- | + | - | - | + | - |
| **Баланс** | + | + | - | +- | +- | +- | +- | +- | + | - | - | + | - |

Таблиця 1.4

Модель нульової ліквідаційної вартості на основі динамічного підходу

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Балансова теорія | Тип користувачів інформації | Використання допусків | Підходи до оцінки підприємства при розрахунках ВЧА та СЧП  | Використання цін при відображенні умовної реалізації активів |
| Зовнішні | Внутрішні | Ризик втрати активів | Ризик втрати зобов’язань | GAAP | МСФЗ | П(С)БО | Інші | Майнові | Ринковий | Дохідний | Поточні ринкові | Прогнозні ринкові |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 |
| 1. Позаоборотні активи | - | + | +- | - | +- | +- | +- | +- | + | + | - | + | - |
| 2. Оборотні активи | - | + | +- | - | +- | +- | +- | +- | + | + | - | + | - |
| **Баланс** | - | + | +- | - | +- | +- | +- | +- | + | + | - | + | - |
| 4. Капітали та резерви | - | + | - | - | +- | +- | +- | +- | + | + | - | + | - |
| 5. Довгострокові пасиви | - | + | - | +- | +- | +- | +- | +- | + | - | - | + | - |
| 6. Поточні пасиви | - | + | - | +- | +- | +- | +- | +- | + | - | - | + | - |
| **Баланс** | - | + | - | +- | +- | +- | +- | +- | + | - | - | + | - |

Метод нульовий (фіктивної ліквідаційної) вартості дає підприємству наступні можливості:

оцінити вартість чистих активів для організації ефективного управління інвестиційними потоками і глобальними фінансовими результатами;

оцінити перспективи розвитку підприємства;

реалізувати відповідні економічні рішення, обґрунтувати тактику і стратегію поведінки на ринку на базі проведеної оцінки вартості підприємства на основі нульових балансів;

оцінити вартість підприємства при реорганізаційних процедурах і при проведенні операційного аудиту.

Отже, можна зробити висновок, що проведення аналізу вартості підприємства на основі методу нульовою вартістю дає можливість створити ефективну систему аудиторського, податкового та державного контролю, фінансових результатів та функціонування інвестиційних потоків, дозволить запобігати банкрутства і сприяти зростанню інвестиційної привабливості.

Але розглянуті вище методи визначення вартості підприємства мають і недоліки. Одним з таких, є не зв'язаність з справжніми і очікуваними результатами роботи підприємства, і як наслідок необхідність в залученні додаткової інформації про ринкові ціни.

Порівняльний аналіз методів оцінки вартості підприємства на базі комерційного підходу проведено в таблиці 1.5.

Таблиця 1.5

Порівняльний аналіз методів, використовуваних в рамках комерційного підходу

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Порівняльні характеристики  | Метод заміщення | Метод нульового (фіктивного ліквідаційного балансу |
| Показник оцінки вартості  | Чиста вартість заміщення активу | Нульова вартість |
| Алгоритм розрахунку на базі статичної балансової теорії | ЧСЗ = Ца -Іфу -Іе-ІФ.де ЧСЗ - чиста вартість заміщення активу; Ца - ціна аналогових активів на ринку;Іфу - функціональний знос;ІЕ - економічний знос;Іф - фізичний знос. | НВЧА = ВЧА0 + (ВЧАр - ВЧАо)ВЧАр - ринкова вартість чистих активівНСЧП = СЧПО + (СПП р - ВЧАо) |
| Використовувана концепція оцінки активів  | футуристична | футуристична |
| недоліки методу | 3амена окремих видів активів на відкритому ринку може виявитися дуже скрутній.Можуть виникнути труднощі навіть при заміні основних засобів, оскільки доводиться робити вибір між оцінкою нових або уживаних засобів з тим же терміном служби і оцінкою вартості заміни технологічно еквівалентними активами.Сума окремих активів фірми, як правило, не дорівнює вартості підприємства в цілому.Не відображає прибуток, яку може отримати підприємство в майбутньому від використання своїх активів. | Необхідність наявності інформації про ринкові ціни.Не відображає прибуток, яку може отримати підприємство в майбутньому від використання своїх активів.-Показує час окупності інвестицій. |
| Переваги методу | В більшою мірою відображає вартість підприємства в порівнянні з майновим підходом.Прігоден, для оцінки підприємств в умовах інфляції.Пріменіма, для прогнозування перспектив розвитку підприємства.Можливість розмежування результатів діяльності управлінського апарату і ефекту від зміни цін. | Відображати нульову ринкову вартість.Не вимагає застосування методу «пробки».Відносна простота.Можливість комп'ютерної реалізації в рамках існуючих бухгалтерських програм. |

Аналіз процесу створення та збереження вартості підприємства необхідно будувати не на основі традиційного бухгалтерського звіту, а на основі стратегічної оцінки вартості. Оцінка ж вартості підприємства становить інтерес не тільки для власників, інвесторів і кредиторів, а й дозволяє оцінити правильність визначення бази оподаткування та обчислення податків, а також для складання прогнозу надходжень до бюджету.

Актуарна оцінка бізнесу має на меті на основі актуарних звітних даних, складених на різні дати встановити і порівняти в динаміці актуарну вартість підприємства. У зв'язку з цим, оцінку підприємства як єдиного майнового комплексу найактуальніше здійснювати на основі актуарних аналітичних викладок.

Актуарні звітні дані призначені для визначення і порівняння поточної вартості будь-якого підприємства в різні моменти часу. На їх базі можуть бути побудовані різноманітні моделі, що дозволяють оцінити вартість підприємства в сьогоденні і в майбутньому. Вартість підприємства, визначена за допомогою актуарних аналітичних викладок може бути орієнтиром для визначення ринкової вартості та рішень про продаж і купівлю підприємств як єдиного майнового комплексу, про продаж окремих бізнес - ліній, підрозділів, окремих об'єктів відповідно до здійснюваної стратегією і в залежності від фази життєвого циклу господарюючого резидента.

Актуалізована вартість підприємства дорівнює сумі зміни актуалізованих чистих грошових потоків, які будуть отримані в майбутньому на основі використання інвестованих капіталів. При цьому, актуалізована чиста вартість грошових потоків, визначається як різниця між виручкою від реалізації і витратами, що відносяться до виручки, а відсоток актуалізації дорівнює рівню рентабельності оцінюваного, для відповідного періоду і типу підприємства.

Для проведення оцінки вартості підприємства можуть застосовуватися різні теорії. Залежно від того, для яких цілей необхідна оцінка і відбувається вибір теорії. У таблиці 1.6 приводиться алгоритм розрахунку вартості чистих активів в залежності від обраних концепцій - статичної чи динамічної.

Таблиця 1.6

Алгоритм розрахунку вартості чистих активів

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Концепції оцінки активів | Статична трактування (розрахунок ВЧА) | Динамічна трактування (розрахунок зміни ВЧА) |
| Історична оцінка | ВЧА= А-О + ЦФ | ВЧА = (А1-А0) – (О1-О0)+ ЦФ1- ЦФ0) |
| Вільна оцінка власником | ВЧА=А + ДАс-О + ЦФ | ВЧА = (А1+ ДАс1+ ДАсо)-О1-О0 + ЦФ1 – ЦФ0) |
| Ринкова оцінка | ВЧА= А+ДАр - О +ЦФ | ВЧА = (A1+ ДАр1 – А0+ ДАро)-(О1  - О0+ ЦФ1 – ЦФ0) |
| Змішана оцінка | ВЧА= (Аи+Ап + ДАр) -О + ЦФ | ВЧА = [(Аи1+Ап1-ДАр1) (Аи0 + Ап0+ДАр0)] - (О1 - О0 + ЦФ1 - ЦФО) |
|

ВЧА - вартість чистих активів;

А - активи підприємства;

Про - зобов'язання підприємства;

ЦФ - цільові фінансування і надходження;

АТ, Al - активи підприємства в базовому (0) та звітному (1) періоді;

ДАС ДАСОА, ДАс1 - приріст вартості активів, отриманий за оцінкою активів власником в базовому (0) та звітному (1) періодах;

ДАР, ДАСОА, ДАР1 - приріст вартості активів, отриманий за оцінкою активів за ринковими цінами в базовому (0) та звітному (1) періодах;

Аі, Аіо, - активи, що не піддавалися переоцінці в базовому (0) та звітному (1) періодах;

Ап, Апо, АП1 активи, вартість яких переоцінюється в базовому (0) та звітному (1) періоді;

00, 01 - зобов'язання базового (0) і звітного (1) періоду;

ЦФО, - цільові фінансування і надходження в базовому (0) та звітному (1) періоді.

1.2. Фактори впливу на розвиток підприємницької діяльності та вартісну оцінку підприємства

Кожне підприємство, в залежності від середовища, в якому воно функціонує, визначає свої позиції для зростання і успішного розвитку.

Середовище, в якому функціонують підприємства, складається з макросередовища і мікросередовища. Вона включає в себе п'ять основних складових елементи:

1. Зовнішні фактори макросередовища;

2. Внутрішні чинники мікросередовища;

3. Зворотні зв'язку;

4. Ступінь успіху (невдачі) підприємства в досягненні своїх планів і цілей в ході здійснення підприємницької діяльності;

5. Адаптація.

Фактори розвитку підприємницької діяльності можна розділити на зовнішні і внутрішні.

Фактори, що впливають на розвиток підприємницької діяльності підприємства, є зовнішніми. Як правило, вплив підприємства на зовнішні чинники або мінімальне, або і зовсім відсутня. Пояснити це можна наявністю в економічних процесах елемента невизначеності.

Внутрішні чинники мікросередовища, навпаки, можуть управлятися підприємством і його співробітниками. Їх можна розділити на дві групи: виробничо-технічні та організаційно-економічні.

Виробничо-технічні фактори впливають на використання основних засобів, виробничої потужності, наявних матеріальних, трудових і фінансових ресурсів, визначаючи науково-технічний рівень підприємства. Організаційно-економічні фактори пов'язані з організацією виробництва і праці, управлінням матеріальними, трудовими, інформаційними, фінансовими ресурсами.

Зазвичай для прийняття рішень, керівництвом підприємства враховуються внутрішні чинники розвитку підприємницької діяльності. Потім вони більш детально розглядаються іншими службами та реалізуються в сфері обміну, на ринках робочої сили, поставок, капіталів і т.д.

Ступінь успіху підприємства або його невдачі, тобто його кінцевий результат визначається стратегією, проведеної підприємством на основі врахування внутрішніх факторів мікросередовища і зовнішніх чинників макросередовища. Ступінь успіху або невдачі підприємства може бути охарактеризована рядом показників. Важливим оціночним показником діяльності підприємства виступає прибуток.

Але в усьому світі в системі оціночних критеріїв діяльності підприємств зіткнулися з необхідністю переоцінки ролі прибутку. Тільки в процесі розширеного відтворення орієнтація на збільшення прибутку може бути реальна. Світовий досвід показує, що в умовах кризи багато підприємств стикаються з підсилюються ознаками навіть не простого, а звуженого відтворення.

Чільну роль займають показники, які характеризують вартість підприємства, що розглядається як єдиний майновий комплекс. Кінцевий же результат господарської діяльності залежить від того, наскільки добре підприємство керує внутрішніми факторами мікросередовища і враховує вплив зовнішніх факторів макросередовища, а ці фактори зазвичай завжди пов'язані з невизначеністю.

Щоб мати хороші показники і результати своєї підприємницької діяльності, підприємство повинно мати інформацію про зовнішні чинники макросередовища, тобто зворотними зв'язками. Дана інформація може формуватися в системі ризик - менеджменту, при проведенні стратегічного аудита.

Володіючи інформацією про зовнішні чинники макросередовища і продовжуючи використовувати свої переваги по відношенню до інших організацій, підприємство повинно змінювати і адаптувати свою стратегію до навколишнього його макросереді.

Підприємство знаходиться в безкризовому стані тим більше, ніж стійкіше вибрана ним стратегія по відношенню до умов економічної діяльності та до параметрів мікро- і макросередовища. Невірна оцінка впливу цих умов створює передумови для виникнення кризового стану і банкрутства підприємства.

Відомий у всьому світі фахівець з управлінського консультування Пітер Драккер зазначає: «Ризики, якими б вони значними не були, не є основою для дій. Вони виступають в ролі обмежень. Робота по закладанню основ майбутнього вимагає час від часу проведення аналізу. Слід подивитися, наскільки виправдане продовження діяльності і які перспективи» [53, с. 87]. Провести такий аналіз можливо на базі облікової інформації, яка містить у собі дані стратегічної оцінки вартості.

Концепція стратегічної оцінки вартості узгоджується з теорією рефлективності Сороса. Сорос вважає: «... мислячий учасник знаходиться в дуже скрутному становищі, оскільки він намагається зрозуміти ситуацію, в якій він є одним з діючих осіб. Традиційно ми відводимо розуміння головним чином пасивну роль, а учасників - роль активну. Насправді ж обидві ролі взаємодіють один з одним, тому учасник події не може прийняти рішення на основі чистого, або вчиненого, знання.

Класична економічна теорія будується на припущенні, що учасники подій на ринку діють на основі досконалого знання. Це припущення невірно. Сприйняття учасників впливає на стан ринку, в діяльності якого вони беруть участь, але і поведінку і стан ринку також впливають на сприйняття учасників. Вони не можуть отримати досконалого знання про ринок, оскільки їх мислення саме постійно впливає на ринок, ринок впливає на їх мислення. Це робить дослідження поведінки ринку набагато більш складним, ніж якби припущення про досконале знання було вірним. В економічних процесах існує елемент невизначеності, який був практично залишений без уваги».

«... учасники не можуть обмежувати своє мислення фактами. Вони повинні брати до уваги висновки всіх учасників, включаючи самих себе. Це вносить в процеси елемент невизначеності в тому сенсі, що мислення учасників безпосередньо не відповідає фактам - тим не менш воно грає деяку роль у визначенні ходу подій. Замість простого відповідності практично завжди існує розбіжність між сприйняттям учасників і реальним станом справ, а також розбіжність між намірами учасників і реальним результатом їх дій. Ця розбіжність є ключем до розуміння історичних процесів в загальному і динаміки фінансових ринків зокрема» [65, с. 81].

У процесі моніторингу і аналізу зовнішнього середовища утворюється інформація, яка може бути найважливішою для використання її в стратегічній оцінці вартості. І навпаки, формування інформації при стратегічної оцінки вартості застосовується для здійснення моніторингу внутрішнього середовища.

При організації моніторингу зовнішнього і внутрішнього середовища підприємством може використовуватися аналіз можливостей, ресурсів і ризиків (SWOT-аналіз).

При цьому сканування зовнішнього і внутрішнього середовища підприємства на основі маркетингових досліджень, стратегічного контролінгу і внутрішньо фірмового економічного аналізу особливо актуально.

Сканування - це безперервне упорядковане поелементне поглядання простору або об'єкта, що здійснюється переміщенням будь-якого променю або пучка променів. В даному випадку під скануванням необхідно розуміти безперервне упорядковане спостереження за параметрами зовнішнього і внутрішнього середовища підприємства. Виконання даного завдання може здійснюватися групою експертів - фахівців в області маркетингу, стратегічного контролінгу, внутрішньо фірмового економічного аналізу, ризик-менеджменту, іншими службами інформаційного забезпечення підприємства, або вході здійснення зовнішнього стратегічного аудиту.

При побудові облікових моделей вартості підприємства необхідно враховувати фази життєвого циклу підприємства, обрану підприємством стратегію.

Можна виділити чотири основні напрями оцінки вартості підприємства, з урахуванням певних фаз життєвого циклу господарюючого резидента, а також загальних, конкурентних і портфельних стратегій.

Оцінка вартості створюваного підприємства - це перший напрямок, де основою є бізнес-план підприємства, що включає в себе прогнози: бухгалтерський баланс, звіт про прибутки і збитки, звіт про рух грошових коштів.

Другий напрямок включає в себе оцінку вартості діючого підприємства. При проведенні цієї оцінки використовується принцип безперервності (принцип діючого підприємства), тобто підприємство, один раз виникнувши, буде існувати вічно. Згідно з цим принципом, підприємство може управляти своїм життєвим циклом. Рішення, які приймає керівництво підприємства, можуть бути корінням зниження перспектив, а іноді і банкрутства підприємства. Більшість керівників вважає, що різні нові технології пов'язані з величезними ризиками. Але нововведення хоч і пов'язані з ризиком, але відмова від них ще більш ризикований.

Отже, необхідно брати до уваги не тільки загальну стратегію, а й конкурентну стратегію. На основі показників, що характеризують вартість підприємства, керівництво підприємства повинно розпізнавати ту межу, наближаючись до якого необхідно змінити політику, здійснити біореінжинірінгу бізнес-процесів, або зупинитися і прийти до краху фірми.

Ріст і розвиток підприємства може здійснюватися шляхом його перетворення:

- розвиток всередині підприємства шляхом реалізації внутрішніх резервів (перехід на нову криву - процеси рефреймингу, пожвавлення, оновлення) - збільшення вартості підприємства, відбувається за рахунок внутрішніх резервів шляхом ефективного використання та розпорядження власністю, а також адаптації підприємства до зовнішнього середовища шляхом використання зворотних зав’язків;

- розвиток підприємства, здійснюване в результаті реорганізаційних процедур, реінвестування (переділ власності: злиття, виділення, поділ, приєднання, перетворення організаційно-правової форми);

- збільшення вартості відбувається в результаті прояву синергетичних ефектів, а також за рахунок усунення активів несумісних із загальною виробничою структурою підприємства;

- комплексний розвиток, що передбачає синтез двох розглянутих вище напрямків.

Третій напрям - оцінка вартості підприємства, що реорганізується, так як в процесі діяльності кожне підприємство може піддаватися різним реорганізаційних процедур, які в свою чергу можуть бути спрямовані на реструктуризацію або на встановлення корпоративного контролю.

На стадії скорочення зростання підприємства може статися його ліквідація, яка в свою чергу може бути пов'язана або з регресивним розвитком, тобто недоцільністю подальшого існування, або з виконанням всіх основних завдань, заради яких дане підприємство створювалося. При цьому використовується четвертий напрям - оцінка вартості підприємства, що ліквідується.

Підприємство може розраховувати на успіх, якщо облікова система буде відповідати обраній стратегії. Адже особливості організації облікової системи підприємства для цілей прийняття управлінських рішень, пов'язаних з власністю, залежать не тільки від фази життєвого циклу, але і від місії підприємства, конкурентної стратегії, стратегії управління ризиком і обраної загальної стратегії підприємства.

Згідно даної трактуванні в основі економічної моделі оцінки вартості підприємства враховуються такі чинники як час, ризик, невловимі активи, зовнішнє конкурентне сфера та внутрішні особливості оцінюваного об'єкта з подальшим визначенням ринкової вартості, або інших типів вартості відповідно до економічних концепціями оцінки вартості.

Основоположними принципами, що лежать в основі концепції моделювання облікової оцінки вартості підприємства, повинні бути:

- принцип достатності інформації, що використовується;

- принцип інваріантності використовуваної інформації;

- принцип спадкоємності моделей;

- принцип ефективної можливості бути реалізованим комплексу економіко-математичних моделей в рамках комп'ютерних технологій;

- принцип адекватності системи моделей цілям оцінки вартості підприємства;

- принцип достовірності і порівнянності, використовуваної інформації;

- принцип стежить моделювання.

Всі ці принципи є похідною загальних принципів системного економіко-математичного моделювання і системного аналізу. Розглянемо докладніше кожен з перерахованих вище принципів.

Принцип достатності інформації, що використовується означає, що в кожній приватній моделі повинна використовуватися тільки та інформація, яка відома з необхідною для результатів моделювання точністю.

Під відомою інформацією розуміються нормативні, довідкові, прогнозні дані, дані обліку. Виконання принципу достатності дає можливість переходити від загальних моделей до більш докладним, поступово уточнюючи і конкретизуючи результати.

Принцип інваріантності інформації вимагає, щоб використовувана в моделі входить інформація була незалежна від параметрів модельованої системи, які ще невідомі на даній стадії дослідження. Це дозволить уникнути при побудові моделі нерідко зустрічається замкнутого кола, коли в моделі використовується інформація, яка може бути відома лише за результатами моделювання.

Принцип наступності полягає в тому, що кожна наступна модель не повинна порушувати властивості об'єкта, встановлені або відображені в попередніх моделях комплексу. Вибір критеріїв моделі повинен будуватися на принципі наступності за умови, що забезпечується виконання принципів достатності і інваріантності, використовуваної інформації. Дотримання цього принципу особливо важливо, тому що модель оцінки вартості підприємства не може обмежуватися однією моделлю. Вона складається з цілої системи взаємопов'язаних моделей, набір конкретних моделей визначається цілями оцінки.

Дуже важливим в сучасних умовах комп'ютеризації є принцип ефективної можливості бути реалізованим комплексу економіко-математичних моделей в рамках комп'ютерних технологій. Принцип адекватності системи моделей цілям оцінки вартості підприємства важливий при формуванні загальної моделі оцінки.

Загальна модель системи оцінки вартості підприємства повинна включати в себе ряд підмоделей, спрямованих на вирішення різних завдань і здійснюваних в різних цілях. Як ми вже відзначали, різні групи користувачів інформації фінансової звітності здійснюють оцінку вартості підприємства в сюжеті їх аспекті. При цьому конкретні цілі оцінки повинні лежати в основі побудова тієї чи іншої підмоделі облікової оцінки вартості підприємства.

Принцип достовірності і порівнянності інформації, що використовується дозволить забезпечити найбільш наближені до реальних результати моделювання. Наявність недостовірної та несумісної інформації знижує якість кожної конкретної моделі і підмоделі, а також цінність отриманих при моделюванні результатів.

Принцип стежить моделювання передбачає наявність в моделі системи дозволяє відстежувати помилки, що виникають в процес моделювання. Даний принцип може забезпечуватися різними способами. Наприклад, при моделюванні можуть використовуватися авторегрессівні моделі, які сприяють більш ранньому виявленню помилок і зниження пов'язаних з ними витрат. Даний принцип дозволяє в рамках розробленої моделі оцінити ризик можливої помилки і її наслідки, виробити основні методи реагування на помилку.

Фінансове становище, результати господарської діяльності фірми, її інвестиційна привабливість залежать не тільки від реального стану справ, а й від використовуваних відповідно до законодавства та обраної облікової політикою методів оцінки активів і пасивів, а також методів розрахунку звітних показників.

В даний час існує велике різноманіття наукових концепцій і підходів. У зв'язку з цим потрібно систематизація поглядів на оцінку вартості підприємства та розробка алгоритму побудови її моделі. При побудові загальної моделі оцінки вартості підприємства можна виділити наступні основні елементи, які необхідно враховувати:

1. Фаза життєвого циклу, на якому знаходиться підприємство;

2. Концепції корпоративної стратегії (управління портфелем, реструктуризація, перенесення знань у іншу область, розподіл активів);

3. Типи здійснюваних стратегій (загальні стратегії, портфельні стратегії, конкурентні стратегії, стратегії управління ризиками);

4. Оцінюваний в рамках об'єкта економічний процес, ситуація;

5. Об'єкт моделі оцінки вартості підприємства з точки зору системного підходу;

6. Тип партнерської групи, для якої здійснюється оцінка вартості підприємства;

7. Балансова теорія (динамічна, статична, органічна, еволюційно - адаптивна);

8. Використовувані звітні форми;

9. Принципи формування моделі вартісної оцінки підприємства;

10. Тимчасова спрямованість (минуле, сучасне, майбутнє);

11. Підхід до розгляду об'єкта (динамічний, статичний);

12. Підходи до оцінки вартості підприємства (майновий, ринковий, дохідний);

13. Наукова концепція, оцінки активів (історична, футуристична, змішана);

14. Використовувані допущення (ризик втрати, принцип дюрації, методи коригування бухгалтерського балансу, виправлення технічних помилок, облік інфляції і т.д.);

15. Методи оцінки вартості підприємства (бізнес-лінії);

16. Показники, що характеризують вартість підприємства (можлива наявність системи показників).

При формуванні моделі вартісної оцінки підприємства необхідно враховувати фазу життєвого циклу, в якій перебуває даний об'єкт оцінюється. Це необхідно тому, що саме вона визначає відображення господарських операцій, найбільш характерних для різних життєвих фаз підприємства. При цьому основні елементи, що ввійшли в загальну модель вартісної оцінки підприємства, зумовлюють багатоваріантність підходів. Вибір основних параметрів, що враховуються при побудові моделі, визначається цілями проведеної оцінки та наявними вихідними даними.

Комплексний підхід до оцінки вартості підприємства передбачає врахування основних концепцій, на яких базується корпоративна стратегія: управління портфелем активів, реструктуризація, перенесення знань у іншу область, розподіл активів. На вартість фірми впливають реалізовані підприємством стратегії.

При формуванні моделі необхідно врахувати особливості процесів, які будуть оцінюватися в рамках об'єкта оцінки вартості підприємства. Як об'єкт може виступати юридична особа як майновий комплекс, або бізнес-лінії.

Всі користувачі входять до складу так званих партнерських груп. Головним спонукальним мотивом діяльності будь-якого підприємства є «... отримання економічних вигід, які розраховує отримати кожен учасник економічного обороту» [20, с.81].

Характеристика основних партнерських груп наводиться в таблиці 1.7.

Таблиця 1.7

Характеристика партнерських груп (користувачів інформації) підприємства

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Партнерські групи  | Внесок в діяльність підприємства | Вимоги компенсації | Предмет аналізу | Мета оцінки |
| ВНУТРІШНІ КОРИСТУВАЧІ |
| 1.Адміністра керівництво підприємства і його підрозділів | Знання справи і вміння керувати | Оплата праці та інші привілеї | Вся інформація, корисна для управління. | Забезпечення ефективної діяльності.Визначення доцільності роботи на даному |
| 2. Персонал і службовці  | Виконання робіт відповідно до поділу праці і посадовими інструкціями | Зарплата і соціальні умови | Фінансові результати: форма | Визначення доцільності роботи на даному підприємстві. |
| 3. Власники  | Власний капітал | Дивіденди, примноження власності | Фінансові результати і фінансовий стан | Забезпечення ефективного використання власності і визначення доцільності її подальшого функціонування |
| ЗОВНІШНІ КОРИСТУВАЧІ |
| 4.Поставщікі  | Поставка матеріальних ресурсів | Договірна ціна | Фінансове становище | Оцінка фінансового становища |
| 5. Покупці  | Збут продукції і послуг | Договірна ціна | Фінансове становище: | Оцінка фінансового становища |
| 6. Позикодавці  | Позиковий капітал | Відсотки | Ліквідність балансу | Оцінка фінансового становища (перш за все ліквідності) |
| 7. Інвестори  | Позиковий капітал | Частка прибутку за договором, отримана після реалізації інвестиційного проекту | Фінансові результати і фінансовий стан | Забезпечення ефективної реалізації інвестиційного проекту |

Продовження табл. 1.7

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 8. Аудитори  | Аудиторські послуги, що забезпечують достовірність фінансової звітності | Договірна ціна | Фінансове становище і вся перевіряється аудиторами інформація | Забезпечення ефективної діяльності свого підприємства, зниження аудиторського позову |
| 9.Государственние органи  | Послуги суспільства | Податки та інші збори і внески | Фінансові результати, їх складові, підтверджені достовірно | Забезпечення ефективної діяльності державних органів |
| 10. Громадськість  |  | Внесок підприємства у покращення добробуту суспільства, на місцевому, регіональному та державному рівнях | Інформація про роль і внесок організації у покращення добробуту суспільства, на місцевому, регіональному та державному рівнях | Ефективний розвиток економіки |

Таким чином, для кожної партнерської групи конкретна підмодель оцінки вартості підприємства буде мати свої особливості і буде будуватися на різних джерелах інформації, необхідної для побудови підмоделі. Цілі, переслідувані кожної з цих груп, також різні. Оцінка вартості підприємства базується на різних економічних теоріях: динамічної, статичної, органічної еволюційно-адаптивної. При побудові моделі можуть використовуватися різні види економічних звітів, наприклад, первинні, похідні. В якості основних принципів в моделі використані наступні принципи:

безперервності діяльності; майнової відокремленості;

послідовності застосування облікової політики; тимчасової визначеності фактів господарської діяльності; фіктивної ліквідації.

При побудові нашої моделі необхідно здійснити вибір інформації на базі, якої буде здійснюватися оцінка вартості підприємства. Ця інформація може містити дані про минуле, сьогодення або ґрунтуватися на прогнозах. Ці три типи інформації є взаємодоповнюючими і можуть використовуватися при оцінці і аналізі бізнесу різними методами.

Відповідно до принципу адекватності системи моделей конкретні цілі оцінки повинні лежати в основі побудови тієї чи іншої підмоделі вартісної оцінки підприємства, а також необхідність розгляду об'єкта оцінки в статиці, або в динаміці.

У практиці існує різні методи оцінки вартості підприємств. Кожен з цих методів має свої позитивні і негативні сторони.

Для початку зробимо класифікацію всіх існуючих методів.

Оцінка вартості, здійснена тільки на базі інформації про минуле і навіть сьогоденні, відображає тільки ресурсний потенціал підприємства, тобто являє собою статичну оцінку. Тому більш надійні методи, що базуються на прогнозах.

При побудові конкретної моделі вартісної оцінки підприємства необхідно прийняти одну з наукових концепцій оцінки активів: (історична, футуристична, змішана) в ув'язці з обраної економічною теорією і підходами до оцінки вартості.

Таблиця 1.8

Класифікація методів, використовуваних при оцінці вартості підприємства.

|  |  |
| --- | --- |
| Класифікаційний ознака  | Приклади методів оцінки вартості підприємства |
| По використовуваному концептуальному підходу;- майновий- прибутковий комерційний | Метод ЧБС, ЧСБС, ЧСЗ, ЛС, НЛС.Метод дисконтування грошових потоків.Метод дисконтування майбутніх прибутків. |

Для реалізації кожного методу необхідна своя інформаційна база. Для використання одних методів досить облікових балансів, інші вимагають залучення даних аудиторського висновку, прогнозних даних.

Нами зроблена спроба, систематизувати методи, що застосовуються при оцінці вартості підприємства.

Таблиця 1.9

Різні цілі фінансово-економічних процесів

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Фінансовий облік | Стратегічний облік | Управлінський облік |
| Статична трактування (Визначення вартості):• балансова вартість• залишкова вартість | Фінансова інформація:внесення поправок;аналіз трендів прогнозування прибутку прогнозування грошових потоків прогнозування ВЧА, СПП, ДССК і ін. Показників, що характеризують вартість підприємства. | Визначення вартості, створеної кожним сегментом бізнесу:приріст ВЧА;додана вартість. |
| Визначення вартості, створеної кожним сегментом бізнесу:• приріст ВЧА додана вартість | Порівняльні дані:• галузевий аналіз• аналіз конкурентів• економічні умови• області внесення поправок | Показники діяльності сегментів бізнесу:• виручка від реалізації• фінансовий результат• величина зобов'язань величина капітальних вкладень в основні нематеріальні активи |
|  | Метод періоду окупності.Метод внутрішньої ставки віддачі.Метод капіталізації грошового потоку.Метод капіталізації прибутку.Метод капіталізації потенційно можливих дивідендів РНС |
|
| За ступенем складності: прості складні | ЧБСМетод дисконтування грошових потоків.Метод дисконтування майбутніх прибутків.Метод періоду окупності.Метод внутрішньої ставки віддачі.Метод капіталізації грошового потоку.Метод капіталізації прибутку |
| За способами застосовуваної оцінки активів:- базується на історичній оцінці- базується на футуристичної оцінці- базуються на змішаній оцінці | Метод дисконтування грошових потоків. Метод дисконтування майбутніх прибутків.Метод періоду окупності.Метод внутрішньої ставки віддачі.Метод капіталізації грошового потокуМетод капіталізації прибутку ЧСБС |

Продовження табл. 1.9

|  |  |
| --- | --- |
| За тимчасової спрямованості: фіксують минуле аналізують даний прогнозують майбутнє | Методи, що базуються на майновий і ринковому концептуальному підході.Метод дисконтування грошових потоків.Метод дисконтування майбутніх прибутків.Метод періоду окупності.Метод внутрішньої ставки віддачі.Метод капіталізації грошового потоку. Метод капіталізації прибутку. |
| За типом тимчасової спрямованості інформації, використовуваної для оцінки бізнесу:базуються на поточних даних про діяльність підприємства базуються на інформації про майбутній стан підприємства базуються єдності інформації про стан підприємства в минулому, в сьогоденні і об’єм | ЧВС, ЧСБС, ЧСЗМетод періоду окупності.Метод чистої поточної вартості.Метод внутрішньої ставки віддачі.Метод дисконтування грошових потоків.Метод дисконтування майбутніх прибутків.Метод капіталізації грошового потоку. Метод капіталізації прибутку. |

Оцінка активів за собівартістю є найбільш очевидною і широко поширеною. Вона проста і однозначна, в цьому і полягають її основні переваги:

вона об'єктивна, оскільки оцінка в цьому випадку заснована на документах і за предмет оцінки дійсно була виплачена (або повинна бути виплачена) відповідна сума грошей;

випливає з принципу подвійності, так як факти господарського життя повинні бути зареєстровані в обліку в тій оцінці, в якій вони реально відбувалися; майно списується за тією ціною, за якою його було дійсно придбано; дозволяє найбільш реально відобразити фінансові результати, так як на них не впливають наслідки переоцінки.

Однак оцінка активів за собівартістю має істотні недоліки.

По-перше, з плином часу вона втрачає свою актуальність, тобто ніж раніше був придбаний оцінюваний актив, тим менше його реальна оцінка відповідає оцінкам за собівартістю аналогічних активів, що склалися до моменту фіксації в обліку. Цей недолік ще більшою мірою ускладняються впливом інфляції.

По-друге, застосовуючи оцінку за собівартістю, в обліку підсумовуються оцінки активів, придбаних в різний час, тобто відбувається агрегування сум, виражених в грошових одиницях різної цінності. Тому результати є, щонайменше, сумнівними.

Оцінка активів за собівартістю дозволяє обчислити індивідуальний фінансовий результат, виходячи з фактичної вартості їх придбання. У зв'язку з цим була розроблена футуристична концепція оцінки активів і пасивів. Реальне майновий стан підприємства може дати лише оцінка активів за поточними ринковими цінами.

Футуристична концепція була спрямована на створення нових підходів в оцінці, які головним чином, були спрямовані проти оцінки за собівартістю. Цілий ряд зарубіжних вчених виступали за оцінку за поточними ринковими цінами. Для німецької облікової школи була характерна трактування оцінки як того чи іншого варіанту продажної ціни.

Дані по оцінки у всіх випадках припускали уявну ліквідацію підприємства і оцінку майна за поточними ринковими цінами (Ф. Фельдендорф, Ф. Щтромбек, Р. пасів, Р. Штерн).

Саме відмінність двох підходів: оцінки за собівартістю і оцінки за поточними ринковими цінами дозволили виявити на підприємстві безгрошовий прибуток (збиток), виявлену англійським вченим Лоуренсом Робертом Діксі. В результаті відмінностей в оцінці за собівартістю і оцінки за ринковими цінами на підприємстві можуть виникати ситуації, статичної та динамічної трактування.

Існування двох концепцій оцінки активів привело до появи компромісною змішаної концепції. Суть даної концепції полягає в комбінуванні оцінки за собівартістю з урахуванням поточних ринкових цін. Так, Ламі рекомендував здійснювати оцінку предметів за собівартістю, якщо вони зберегли вартість і вдаватися до поточної оцінки, якщо предмети не зберегли свою вартість.

Вченими робилися неодноразові спроби згладити відмінності в оцінці за ринковими цінами і за собівартістю. Це знайшло відображення, перш за все, в ідеях, пов'язаних з переоцінкою активів. Персоналісти були безумовними прихильниками переоцінки і вважали, що реалістичність досягається систематичною переоцінкою активів підприємства і тільки це дозволяє уникнути прихованих резервів.

Інвентарні цінності повинні отримати як мінімум три оцінки:

1) історичну, тобто в фактично сплачених цінах;

2) історичну, але з урахуванням очікуваних доходів від цих об'єктів;

З) поточну ринкову оцінку, але з урахуванням продажних цін фірми.

На прикладі оцінки дуже добре видно, що за кожним методологічним прийомом стоять інтереси певних груп. Вимагаючи переоцінки, персоналісти висловлювали інтереси постачальників, кредиторів, акціонерів. Їх хвилювало не те, скільки витрачає адміністрація підприємства, а то, скільки коштує реально майно цього підприємства. Інстітуалісти відстоювали інтереси справжнього власника.

Д.Г. Сортер і Ч. Т. Хорнгрен звернули увагу на оцінку активу і витрат, пов'язуючи її з майбутніми очікуваннями і существенностью засобів і витрат. Для суспільства важлива не традиційна бухгалтерська оцінка активу, витрат і прибутку, а економічна. Перша дозволяє вигідно продавати на біржі акції, друга - оптимізувати розподіл ресурсів. Актив, з точки зору, це повні майбутні витрати, які мають наслідком повні майбутні доходи.

Показники, що характеризують вартість підприємства, як видно з моделі вартісної оцінки, можуть бути різноманітними і заснованими на різних типах інформації. Відповідно до теорії рефлексивності Дж. Сороса наше сприйняття господарських ситуацій, а саме аналіз і оцінка вартості підприємства взаємодіють з участю в інвестиційних процесах і взаємно впливають один на одного.

Сприйняття учасників операцій з оцінки вартості впливає на зовнішні фактори макросередовища. Зовнішні чинники макросередовища, в свою чергу, впливають на сприйняття учасниками операцій з оцінки вартості підприємства. Саме цей факт надає особливої актуальності даної проблеми і призводить до висновку про необхідність використання концепції стратегічної оцінки вартості підприємства.

1.3 Економічна оцінка вартості підприємства

При здійсненні господарської діяльності в облікових балансах відбивається внесена в якості внеску до статутного капіталу власність і пов'язані з її використанням та управлінням нею процеси.

Управління власністю найбільш широке поняття, в порівнянні з користуванням майном, так як процес управління власністю включає в себе функції обліку, контролю, регулювання, аналізу використання власності і планування.

Всі факти господарського життя підприємства, а також його вартість заносяться і фіксуються в звітних формах (таблиця 1.10).

Однак для оцінки вартості підприємства, звіту про прибутки і збитки, недостатньо. Показник сукупних активів (total assets), що характеризує величину вартості, яка знаходиться в процесі господарської діяльності підприємства можна розрахувати за наступною формулою:

СА=ВНА + ОбА, (1.3)

де СА сукупні активи;

ВНА - необоротні активи;

ОбА - оборотні активи.

Таблиця 1.10

Відображення вартості підприємства в звітних формах

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Господарські процеси  | Активи | Капітал / Пасиви |  |
| Вибуття активів, які перебувають у власності підприємства з подальшим переходом права власності  | Рахунки 1-3 розділів (вибуття активів і їх оплата) | Рахунки 4 розділу результат вибуття (прибуток або збиток) |  |
| Надходження активів з переходом права власності на них до підприємства  | Рахунки 1-3 розділів (надходження активів і їх оплата);Рахунки розрахунків 6 розділ (оплата активів авансом) | Рахунки розрахунків 6 розділ; |  |
| Виникнення перед кредиторами короткострокових і довгострокових зобов'язань, пов'язаних з користуванням майном: У тому числі:-зобов'язання перед постачальниками та підрядниками;-зобов'язання по позиках і кредитах; зобов'язання перед персоналом по оплаті праці;-Податковий зобов'язання;-зобов'язання перед дочірніми і залежними товариствами; зобов'язання перед власниками;  |  | Рахунки розрахунків 6 розділу |  |
| Виникнення дебіторської короткостроковій і довгостроковій заборгованості, пов'язаної з користуванням майном  | Рахунки 1,3 розділу | Рахунки 4 розділу |

Показник, що дає уявлення про джерела формування вартості і про зобов'язання, що виникають у підприємства, є сукупні пасиви і може бути розрахований за формулою:

СП = СК + Дзоб + Кзоб, (1.4)

де СП - сукупні пасиви;

СК - власний капітал,

Дзоб - довгострокові зобов'язання,

Кзоб - короткострокові зобов'язання.

В обліку величина сукупних активів збігається з величиною сукупних пасивів, тобто СА = СП.

Але інформації тільки про сукупних активах і сукупних пасивах недостатньо для прийняття стратегічних рішень про інвестиційну діяльність. Для цього необхідно в повному обсязі оцінити величину вартості підприємства. Цей підхід добре відстежується в класичному рівнянні:

К = А-П, (1.5)

де К-капітал;

А-активи;

П-пасиви.

В даному випадку пасиви це зобов'язання, за рахунок яких відбувається зменшення доходів, що випливає з отримання активів або послуг від інших юридичних осіб, прийнятих даними юридичною особою в результаті раніше проведених операцій або подій, що сталися в минулому.

Іноді, величина вартості може характеризуватися чистими активами і чистими пасивами. Ці показники можуть розраховуватися так:

ЧА = А-Зоб; (1.6)

де ЧА - чисті активи;

А - активи;

Зоб - зобов'язання;

або найбільш широко використовують іншу формулу:

ЧА = (НА+ОбА) - (Доб+Коб), (1.7)

де НА - необоротні активи;

ОбА - оборотні активи;

Дзоб - довгострокові зобов'язання;

Кзоб - короткострокові зобов'язання.

В цьому випадку, чисті активи дорівнюють чистим пасивів, які в свою чергу дорівнюють величині власного капіталу (ЧА = ЧП = СК).

Відомий німецький економіст-бухгалтер, професор кафедри економіки і директор Інституту аудиторів Мюнстерського університету Іорг Бетге відзначав: «Власний капітал являє собою різницю між сумами активів і зобов'язань організації за мінусом доходів майбутніх періодів. Величина власного капіталу може бути визначена тільки після відображення і оцінки інших статей балансу ». Власний капітал підприємства, не може трактуватися якимось певним майном підприємства. В обліку, капітал може «виступати в конкретної або абстрактної формі як цінність або як стаття для нагадування». Отже, з одного боку, власний капітал направляється на інвестиції і відповідно пов'язаний з будь-якими об'єктами в активі балансу, з іншого - в пасиві, відображає кошти перебувають у розпорядженні підприємства ні як фінансові кошти, а як засоби, надані засновниками. При виникненні організації, кошти, що надходять в розпорядження від засновників, можуть бути виражені як у грошовій формі, так і в майновій, тобто власний капітал організації або надходить ззовні, або може утворитися шляхом накопичення прибутку [26, с. 53].

Якщо майно організації розглядати як активи, а власний капітал розглядати як пасиви, до яких включено прибуток (збитки), короткострокові і довгострокові зобов'язання, то можна схематично розглянути шість основних економічних ситуацій.

Вартість чистих активів, розрахована з використанням майнового підходу, характеризує величину власності в вартісному вираженні, що підлягає розподілу між засновниками (при ВЧА більше 0). Негативне значення вартості чистих активів свідчить про процеси неефективного використання власності

Розглянувши, вище викладені схеми можна зробити наступні висновки: використовуючи майновий підхід, вартість чистих пасивів характеризує величину власного капіталу, який відповідає приріст власності в вартісному вираженні (СПП > КК), або характеризує величину втрат власників в результаті неефективного використання власності (СПП < КК).

Необхідно пам'ятати той факт, що наведені схеми не беруть до уваги того, що внесок до статутного капіталу є інвестиційним проектом з певними грошовими потоками. Потік грошових коштів можна охарактеризувати розміром, напрямом і часом. Якщо не брати до уваги тимчасову вартість грошових потоків, як у вище наведених схемах, то втрати засновників будуть фактично визначені з похибкою, а саме будуть занижені.

Нами розглянута простіша схема розрахунку чистих активів і пасивів. Чисті активи, це показник, який застосовується досить широко в усьому світі, і визначається шляхом різниці між сумою активів, взятих до уваги, і сумою зобов'язань, так само взятих до уваги.

Для того щоб найбільш ефективно і достовірно дати характеристику вартості підприємства, необхідно визначити і оцінити конкретні показники. Ці показники можуть бути визначені на основі облікових даних. Зазвичай, для оцінки вартості підприємства застосовується підхід, при якому підприємство розглядається як майновий комплекс.

В.І. Ткач справедливо зазначає: «... без уміння правильно, об'єктивно і швидко оцінювати вартість будь-якого бізнесу стає неможливим створення середнього класу власників, стійке і динамічний розвиток ринкових відносин, запобігання фінансовим, пірамід, економічних катастроф і беззаконня, недовіри партнерів і інвесторів, а в зрештою створення законного і чесного економічного мікро- і макроклімату » [72, с. 5].

На основі звітних форм або окремих даних, запозичених з них, визначаються основні показники вартості підприємства, необхідні для управління інвестиціями (таблиця 1.12).

Таблиця 1.12

Основні показники вартості підприємства як майнового комплексу

|  |  |
| --- | --- |
| Статичний підхід  | Динамічний підхід |
| ЧБС - чиста балансова вартість  | ДЧБС - чиста балансова вартість |
| СА - сукупні активи  | СА - сукупні активи |
| СП - сукупні пасиви | СП - сукупні пасиви |
| СЧБС - скоригована вартість чистих активів  | ЧБС - скоригована вартість чистих активів |
| ЧСЗ - чиста вартість заміщення  | ДЧСЗ - чиста вартість заміщення |
| ВЧА - вартість чистих активів  | ВЧА - вартість чистих активів |
| СПП - вартість чистих пасивів  | СПП - вартість чистих пасивів |
| НВЧА - нульова вартість чистих активів  | ВЧА - нульова вартість чистих активів |
| НСЧП - нульова вартість чистих пасивів  | СПП - нульова вартість чистих пасивів |
| ССК - вартість власного капіталу  | ССК - вартість власного капіталу |
| СВССК - середньозважена вартість власного капіталу  | СВССК середньозважена вартість власного капіталу |
| РССК - ринкова вартість власного капіталу  | ССК - ринкова вартість власного капіталу |

Якщо розглянути статичний підхід, то стає наочним, що показники характеризують вартість підприємства в цілому, без деталізації. Тоді як показники, розраховані на базі динамічного підходу, характеризують приріст вартості в результаті господарської діяльності підприємства за певний період часу. При визначенні вартості, підприємство може розглядатися як єдиний майновий комплекс. У сучасному світі широко використовується підхід, пов'язаний з оцінкою сукупності прав власності, технологій і активів, що забезпечують очікувані з певною ймовірністю майбутні доходи, іншими словами, «бізнес-лінії». Цей вид діяльності можна розглядати, як вид, що приносить операційні доходи. При цьому, ґрунтуючись на управлінському обліку, який дає можливість оцінювати певні види діяльності та відстежувати направляючу вартості кожного з них, можна визначити вартість підприємства. «Потенціал організації представляє її реальну або ймовірну здатність виконати цілеспрямовану роботу» [43, с. 61]. Саме потенціал підприємства і є предметом оцінки вартості підприємства (рис. 1.2).

**Економічна оцінка вартості підприємства**

**ОБ’ЄКТ**

**ПОТЕНЦІАЛ ПІДПРИЄМСТВА**

Ресурсний потенціал

Реальний потенціал

Активи

Майнові джерела

Фінансові та господарчі процеси

Фінансовий результат

Прибуток

Збитки

Статика

Динаміка

Чисти активи

Чисти пасиви

Рис 1.2. Предмет економічної оцінки підприємства на основі аналізу реального потенціалу

Потенціал підприємства, з економічної точки зору, являє собою активи і джерела їх утворення, і їх вміння приносити в результаті діяльності фінансові результати.

На загальний потенціал підприємства дуже впливає сукупність ресурсних і діючих потенціалів на основі окремих сегментів бізнесу, які краще вивчати і аналізувати на базі статичної звітності.

Активи, що знаходяться у власності підприємства і джерела їх утворення тісно взаємопов'язані і є складовими ресурсного потенціалу. Першочерговим складової ресурсного потенціалу є такий показник, як чисті активи.

Але різні фінансово-господарські процеси, що відбуваються в житті, постійно впливають на зміну обсягу і структури активів підприємства. Чинний ресурсний потенціал фіксується в динамічної звітності, при цьому він може характеризуватися і таким показником, як чисті пасиви. Працюючий ресурсний потенціал являє собою діючий потенціал, а його результатом є формування фінансового результату підприємства.

Достовірна, оперативна і повна інформація про підприємство необхідна для прийняття не тільки фінансових рішень, а й для прийняття вірних рішень в області здійснення інвестиційних проектів.

Висновки до першого розділу

В першому розділу магістерської роботи були проведені дослідження щодо оцінки вартості підприємства. Було встановлено, що для цього необхідно провести аналіз і оцінку інформації про макросереду (аналіз нормативно-законодавчої бази та змін до неї, статистичних даних про зміни, що відбуваються в регіоні, в галузі і т.п., аналіз кон'юнктури ринку, облік політичних чинників і ін.).

Розроблені методики оцінки вартості підприємства для визначення його інвестиційної привабливості та розроблені практичні і теоретичні рекомендації з питань інвестиційного кредитування використані на підприємствах будівельної індустрії.

Було встановлено, що дійсна вартість підприємства не включає вартість невиробничого майна і відрізняється від активів, показаних в балансі. Вона відображає елементи, які не фігурують в активі, але беруть участь у формуванні результату господарської діяльності. Прикладом може служити договір лізингу. При використанні даного підходу при включенні активів, які обліковуються раніше за балансом, в дійсну вартість підприємства, повинні бути включені права власності на ці активи, передбачені відповідним договором.

Було встановлено, що можна виділити чотири основні напрями оцінки вартості підприємства, з урахуванням певних фаз життєвого циклу господарюючого резидента, а також загальних, конкурентних і портфельних стратегій.

При цьому, оцінка вартості створюваного підприємства - це перший напрямок, де основою є бізнес-план підприємства, що включає в себе прогнози: бухгалтерський баланс, звіт про прибутки і збитки, звіт про рух грошових коштів.

РОЗДІЛ 2

АНАЛІЗ ПОКАЗНИКІВ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ В РАМКАХ ВАРТІСНОЇ ОЦІНКИ ПІДРИЄМСТВА

2.1 Система факторів у концептуальній оцінці вартості підприємства

З точки зору теорії економічної динаміки, розробленої Дж. Р. Хіксом «підприємець максимізує дисконтовану вартість планованих прибутків, або він максимізує дисконтовану вартість планованих чистих надходжень» [19, с. 15].

Таким чином, для підприємця вартість підприємства визначається головним чином його майбутніми доходами. Діяльність підприємства можна представити як серію майбутніх грошових потоків, що виникають в результаті оцінки вартості підприємства. Емпіричні дані свідчать про існування стійкої залежності між дисконтованим грошовим потоком і ринковою вартістю підприємства.

Вартість підприємства при даному підході може бути визначена на основі показника вартості чистих пасивів (ВЧП). Знання вартості чистих пасивів дозволяє управляти процесом залучення капіталу з різних джерел, дотримуючись при цьому інтереси власників, ефективно управляти власністю. Розрахунок ВЧП ведеться на основі синтезу комерційного і дохідного підходів. Показник вартості чистих активів характеризує величину активів, що залишається в розпорядженні підприємства після погашення всіх зобов'язань, тобто величину власності (або зобов'язань власників перед кредиторами) припадає на частку засновників (учасників) за умови ліквідації підприємства. Такої інформації недостатньо, адже менеджерів і потенційних інвесторів більшою мірою хвилюють питання, пов'язані з прибутковістю власного капіталу.

Таким чином, менеджери і інвестори дадуть перевагу визначати величину чистих пасивів, виходячи з майбутніх доходів. Даний висновок підтверджується теоремою: вартість будь-якої фірми визначається виключно її майбутніми доходами і абсолютно не залежить від структури її капіталу. При СПП, що перевищує величину капіталу, вартість чистих пасивів характеризує величину зобов'язань перед власниками, з урахуванням майбутніх доходів, а також з урахуванням погашення всіх зобов'язань, пов'язаних з користуванням майном, тобто величину власності (включаючи її приріст в результаті здійснення господарської діяльності) припадає на частку засновників (учасників) за умови ліквідації підприємства.

Слід враховувати, що концепція ВЧП придатна до використання не на всіх стадіях життєвого циклу підприємства. На стадії спаду і подальшої ліквідації підприємства даний підхід неприйнятний. Даний підхід неможливо використовувати, коли підприємство є явно збитковим. У цих ситуаціях досить визначити величину ВЧА в ринкових цінах по розглянутої вище методикою.

При використанні комерційного підходу вартість чистих активів не співпадає з вартістю чистих пасивів. Це пов'язано з тим, що ринковій оцінці вартості чистих активів будуть піддаватися активи. Для розрахунку вартості чистих пасивів буде розрахована ціна власного капіталу. При розрахунку СЧГ1 використовуються методи, що базуються на прибутковому концептуальному підході та дозволяють визначити прибуток, яку отримує і може отримати підприємство в майбутньому від використання своїх активів, або дисконтовану вартість планованих чистих надходжень.

Деякі автори пропонують оцінювати базовий потенціал фірми, тобто «Її реальну або ймовірну здатність виконати цілеспрямовану роботу» [43, c. 11]. Він вважає, що «для збільшення вартості підприємства необхідно знаходити і приймати проекти, які дають надбавку чистої приведеної вартості фірми. Він пропонує використовувати різні стратегії, які характеризуються різними рівнями параметрів NPV (чиста приведена вартість) / витрати і ризику.

Таблиця 2.1

Статистичні методи прогнозування чистого доходу

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Наявна інформація | Метод | Переваги | Недоліки |
| Короткий динамічний ряд:- є один рівень, що стосується звітного періоду- є кілька минулих рівнів- є кілька минулих рівнів, наявність стаціонарного динамічного ряду cost-ряд не має тенденції до зростання або падіння)- є кілька минулих рівнів, наявність динамічного ряду, що має тренд | Метод «наївного прогнозу»Визначення середнього доходу по середньої арифметичнійВизначення середньозваженого доходу (метод Р. Брауна)метод Холта | простотапростотаПростота, велика точністьПростота, легка реалізація | Сильно залежить від випадковостейРізних періодів надається один і той же вагаСуб'єктивність при встановленні вагових коефіцієнтів, можливість використання тільки при наявності стаціонарного динамічного рядуМожливість використання тільки при наявності нестаціонарного динамічного отрути |
| Довгі динамічні ряди | Методи, засновані на використанні моделей динаміки | Можливість реалізації на ЕОМ | Складнощі в зборі вихідної інформації, необхідність оцінки отриманих результатів на предмет можливості їх використання |
|

Нами проведена систематизація та аналіз методів, що дозволяють оцінювати теперішню вартість чистих планованих надходжень, або визначити прибуток, яку отримує і може отримати підприємство в майбутньому від використання своїх активів.

Особливістю всіх методів, заснованих на визначенні майбутніх доходів є те, що всі вони базуються на прогнозах, вимагають обґрунтування норми дисконту і приведення майбутніх доходів до справжнього моменту.

Метод капіталізації доходу базується не на оцінці активів, а на визначенні очікуваних доходів підприємства. Основою інформації для даного методу є форма 2 «Звіт про фінансові результати», а також дані внутрішньовиробничого обліку. Суть цього методу полягає у визначенні величини щорічних чистих доходів підприємства і відповідної цим доходам норми капіталізації.

На основі цих показників проводиться розрахунок ціни підприємства, що приносить даний обсяг чистих доходів. Під чистим доходом розуміється сума чистого прибутку і амортизації.

Для проведення розрахунків можна використовувати дані про доходи за кілька періодів в минулому і прогнози на найближче майбутнє. Наприклад, можуть бути використані дані про доходи за два найближчих періоду в минулому, за поточний період і за період в майбутньому. Обробка, отриманої інформації, з метою отримання даних про чистий дохід, може проводитися різними методами (таблиця 2.2).

Якщо в розпорядженні є короткий стаціонарний динамічний ряд, то базовий показник доходу підприємства може бути отриманий як середнє арифметичне за цей період.

Наприклад, підприємство в кожен з чотирьох періодів має такі доходи:

Таблиця 2.2

Отримання доходів згідно з періодом

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Періоди |  | Доходи, млн. грн. |
| 1-й | 0,7 |
| 2-й | 0,8 |
| 3-й | 0,9 |
| 4-й | 1,1 |

Середній доход підприємства дорівнює: 07+0 8+0 9+1,1 = 0,88 млн. грн.

Якщо аналітик вважає, що для прогнозу майбутніх доходів найбільш важливі доходи за останні періоди, то він може вести розрахунки за методом Р. Брауна, який передбачає використання вагових коефіцієнтів для розрахунку середньозваженого доходу підприємства. Ваговий коефіцієнт дорівнює 9,4.

Середньозважений дохід дорівнює: 9,4: 10 = 0,94 млн. грн.

Якщо тенденція динаміки прибутковості збережеться і на перспективу, то величина доходу може бути визначена на основі моделей динаміки з використанням методу регресійної - кореляційного аналізу. Наприклад, використовується рівняння тренду такого вигляду:

yi = a+b xi  (2.1)

де yi - дохід в i-тому році;

xi - рік і його вага;

а й b - коефіцієнти рівняння, рівні

$a=\frac{\sum\_{}^{}y-b(\sum\_{}^{}x)}{n}$ (2.2)

$b=\frac{n(\sum\_{}^{}xy)-(\sum\_{}^{}x)(\sum\_{}^{}y)}{n(\sum\_{}^{}x^{2})(\sum\_{}^{}x)2}$ (2.3)

 де п-число предметів спостереження.

Визначимо величину доходу по тренду в нашому прикладі (таблиця 2.3).

Таблиця 2.3

Розрахунок трендової кривої, що визначає величину чистого доходу підприємства

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Х | Y | X2 | ХУ |
|  | 0,7 | 1 | 0,7 |
| 2 | 0,8 | 4 |  |
|  | 0,9 | 9 | 2,7 |
| 4 |  | 16 |  |
| Х=10 | Y=3,5 | X2=30 | ХУ = 9.4 |

За результатами розрахунків, проведених в магістерській роботі було встановлено, що b = 0,13, a = 0,55.

yi = 0,55+0,13xi

y1 = 0,55+0,13 = 0,68

y2 = 0,55+0,13 x 2 = 0,81

y3 = 0,55+0,13 x 3 = 0,94

y4 = 0,55+0,13 x 4 = 1,07

За цими двома точками yi і y4 будується трендова крива, по якій визначаються прогнозні значення чистого доходу / Розглянуті методи вимагають наявності інформації за попередні періоди. Причому для побудови рівняння регресії необхідно мати в наявності довгий динамічний ряд. У той же час використання короткого динамічного ряду істотно знижує якість прогнозування показників прибутку.

На необхідність використання дохідного підходу звернув увагу Соколов Я.В. Прибутковий підхід і зокрема, концепція дисконтування грошових потоків має найважливіше значення в оцінці інвесторами всієї діяльності підприємства, або власниками приватних підприємств, її використання для оцінки окремих видів активів підприємства, але викликає сумнів з таких причин:

- очікувані грошові надходження в цілому підпорядковуються імовірнісним розподілом, які залежать від конкретних методів їх прогнозування;

- ряд методів прогнозування носить суб'єктивний характер (наприклад, методи експертних оцінок);

- ставки дисконту слід скорегувати з урахуванням фактору ризику, а результати таких розрахунків важко пояснити інвесторам.

У спеціальній літературі, нормативних і законодавчих актах відсутня однозначне трактування поняття «власний капітал». Професор Й. Бетге виділяє наступні види власного капіталу: розрахунковий власний капітал, балансовий власний капітал, дійсний власний капітал.

В Україні, поняття власний капітал ототожнюють з поняттям «чисті активи», які в свою чергу характеризують вартість підприємства.

Однак нами було вже показано, що рівність: ВЧА = ВЧП забезпечується лише при використанні майнового підходу. Власника цікавить більшою мірою, що не дані про вартість підприємства, а похідні від неї показники.

Професор Хорін О.М. зазначає: «Оцінка власного капіталу організації з точки зору її засновника важлива, тому що вона служить основою для розрахунку великого числа похідних показників, що виражають економічний інтерес власника» [20, с.84]. В роботі запропонована наступна система показників для підприємств (див. табл. 2.4).

Таблиця 2.4

Основні показники, що рекомендуються для оцінки власниками підприємств різних організаційно-правових форм

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| № п/п | Організаційно-правова форма підприємства  | Рекомендований показник |
| 1 | Товариство з обмеженою відповідальністю, засноване на власності фізичної особи | ВЧА (може визначатися різними методами згідно із рішеннями засновників: за традиційним балансу, за поточними ринковими цінами, в змішаній оцінці), СПП на одного учасника повного товариства. |
| 2 | Товариство з обмеженою відповідальністю | ВЧА, СПП на одного учасника ТОВ, нерозподілений прибуток на одного учасника ТОВ. |
| 3 | Господарське товариство | ВЧА, СПП на одного учасника одного учасника товариства. |
| 4 | Підприємство, засноване на власності об'єднання громадян | ВЧА, СПП на одного пайовика виробничого кооперативу. |
| 5 | Комунальне підприємство, засноване на власності відповідної територіальної громади | СЧА, СЧП |

Акціонерні товариства за способом формування статутного капіталу істотно відрізняються від розглянутих вище підприємств. Показники ВЧА і СПП в даному випадку цікаві для керівників, менеджерів. Власникам на практиці для оцінки вартості відкритого акціонерного товариства використовується показник ринкової капіталізації, тобто сукупного курсу звичайних акцій. Власники розраховують цілий ряд похідних показників, що виражають економічний інтерес власника (таблиця 2.5).

Таблиця 2.5

Показники, що характеризують вартість підприємства (по К. Уолшу)

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| № п/п | Показник  | Алгоритм розрахунку |
| 1. | Ринкова капіталізація компанії  | Число акцій х Ринковий курс акцій |
| 2. | Вартість акцій  | -Номінальна вартість;-Балансова вартість;-Ринкова вартість. |
| З. | Прибуток на одну акцію  | Прибуток після виплати податків / Число акцій |
| 4. | Дивіденди на одну акцію  | Сума дивідендів на звичайні акції / Число акцій |
| 5. | Коефіцієнт покриття дивідендів  | Прибуток на одну акцію / Дивіденд на одну акцію |
| 6. | Коефіцієнт виплат дивідендів  | Дивіденд на одну акцію / Прибуток на одну акцію |
| 7. | Повна дохідність акцій  | Прибуток на одну акцію / Курс акцій |
| 8. | Поточна прибутковість акцій  | Дивіденд на одну акцію / Курс акцій |
| 9. | Кратне прибутку  | Курс акцій / Прибуток на одну акцію |

Наявність власників, які володіють звичайними, привілейованими акціями робить необхідним організувати аналіз в розрізі цих груп власників. Так професор Хорін О.М. рекомендує наступні показники для оцінки вартості власного капталу власниками.

Однак діюча звітність не містить всієї необхідної інформації для розрахунку чистої реінвестованого прибутку. У зв'язку з цим акціонери, які володіють як звичайними, так і привілейованими акціями можуть розрахувати такі показники, як середня ціна капіталу, ціна власного капіталу.

Таблиця 2.6

Показники оцінки вартості власного капіталу власниками (по Хорін О.М.)

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Група користувачів звітності  | Показник | Методика розрахунку |
| 1. Власники привілейованих акцій | 1. Процентна ставка прибутковості за привілейованими акціями2.Сумма дивідендів, нарахованих за привілейованими акціями3. Ринкова ціна привілейованих акцій (фактичні витрати на придбання акціонерами РМП | inp = РМпр, де- процентна ставка прибутковості по привілейованих акціях;- сума дивідендів, нарахованих по привілейованих акціях;РМпр ринкова ціна привілейованих акцій (фактичні витрати на їх придбання акціонерами |
| 2. Власники звичайних акцій | 1. Дивіденди, які нараховуються та виплачуються по звичайних акціях;2. Фактичні витрати на придбання власником звичайних акцій;3. Чистий прибуток;4. Власний фірми | 1. Divоб;2. РМ3. NP4. E |
| 3. Власники акцій | 1. Середня ціна акціонерного капіталу;2. Ціна власного капіталу | ia =де РМ- фактичні витрати акціонерів, які вони понесли в зв'язку з придбанням акцій (сума статутного капіталу та емісійного доходу). ie = ia [PWE] + ROE [E7E], де ie- ціна власного капіталу організації; Е - власний капітал організації; |
| 4. Привілейовані акції |  | - інші статті власного капіталу організації крім статутного капіталу і емісійного доходу (фонд накопичення, додатковий капітал, резервний капітал, нерозподілений прибуток минулих років і звітного року);ROE середній показник рентабельності власного капіталу. |

В даний час існують чотири найважливіших методу визначення вартості власного капіталу:

1. метод дивідендів (dividend approach);

2. метод доходів (earnings approach);

З. метод оцінки ризику (risk assessment approach), заснований на моделі визначення ціни капітальних активів (capital assets pricing model -САРМ),

4. метод доданої вартості акціонерного капіталу (ДСАК) (shareholder value added, SVA).

Зупинимося детальніше на особливостях методу САРМ. Модель визначення ціни капітальних активів (САРМ) - складова частина більш широкої теорії, відомої як теорія ринку капіталу.

Довгий час залишалася невирішеною проблема кількісного визначення залежності ступеня ризику і відповідного їй рівня рентабельності інвестиції. Вирішенню цих актуальних і по теперішній час питань передувала велика дослідницька робота в області теорії інвестиційного портфеля. Основні принципи портфельного аналізу сформулював Гаррі Марковіц. Через деякий час, в 1958р.

Джеймс Тобін вперше обґрунтував використання безризикової ставки рентабельності в оптимізації портфеля інвестицій. Використовуючи результати, отримані Г.Марковіцем і Д. Тобіна, в середині 60-х років Вільям Шарп і Джон Линтнер розробили модель оцінки капітальних активів (САРМ), яка вперше дозволила кількісно порівняти рівень ризику і рентабельності.

Незважаючи на ряд серйозних теоретичних припущень, що знижують її практичне використання, САРМ - ця модель, що одержала світове визнання і описує взаємозв'язки, що формуються в тому випадку, якщо проведення інвесторів відповідає рекомендаціям портфельної теорії. Дана модель визначає премію за ризик компанії, співвідносячи її минулі доходи або доходи галузі, в якій вона діє, з поведінкою ринку в цілому. В основі даної моделі лежить припущення, що систематичний ризик (можливість отримання очікуваних результатів нижче, ніж передбачалося раніше, викликана макроекономічними факторами ризику) фінансових активів залежить від того, на скільки вони чутливі до коливань в рівні рентабельності ринкового портфеля інвестицій. Модель призначена для оцінки витрат на акціонерний капітал окремого підприємства. У цій моделі стан активів характеризується грошовими потоками, що виникають в кожному з можливих подій, і коефіцієнтами поточної вартості з поправкою на ризик.

Модель САРМ розрахована на один період і не передбачає в перспективі зміни ризику і прибутковості. Вона передбачає, що окремі інвестиції не впливають на рівень сформованих цін. Інвестор може вкласти свої кошти в акції з прибутковістю, що дорівнює ставці по безризикового додатком капіталу.

Для побудови САРМ використовується статистична методика, що дозволяє отримати узагальнену оцінку поведінки різних галузей і фірм в цілому на ринку. Для кожного співвідношення обчислюється змінна величина р, яка вимірює коефіцієнт коваріації між динамікою курсів акцій на фондовому ринку і динамікою курсів акцій даної фірми.

Коваріація - це статистичний показник, який характеризує міру подібності в динаміці, амплітуді і напрямку змін двох розглянутих величин.

Метод САРМ включає в себе три основні елементи:

1. Ставка прибутковості безризикових активів.

2. Показники середньої прибутковості акцій по ринку в цілому за певний період.

З. Показник ризику даної акції. Ризик визначається не як загальні коливання доходів, а як коефіцієнт між доходами по конкретної акції і за активами середнього ступеня ризику. Показники ризику в формі коваріації ставки доходу по конкретної акції з ринковою ставкою доходу називається коефіцієнтом р (бета).

Метод САРМ визначає вартість звичайних акцій як комбінацію прибутковості по безризикових вкладання і премії за ризик - коригування на ризик конкретної компанії.

Ке =Rf+ р (Rm-Rf) (2.4)

де Кс- вартість капіталу (ставка прибутковості);

Rf- ставка прибутковості по безризикових вкладаннях;

Rm- середньоринковий рівень прибутковості звичайних акцій;

р - коваріація прибутковості по цінних паперах даної компанії і по ринку цінних паперів (міра систематичного ризику).

У практичній діяльності компанії використовують значення β - коефіцієнтів, що розраховуються спеціалізованими агентствами. Вони називаються «історично склалися». Коефіцієнти β, що розраховуються на підставі даних про структуру капіталу і характеристиках діяльності фірми, називають фундаментальними.

Як ставки прибутковості по безризикових активів використовують зазвичай фактичну прибутковість державних облігацій. Для визначення того, яка прибутковість відповідає певному рівню ризику необхідно знати середньоринкову дохідність (Rm) і відносний рівень ризику. Коефіцієнти β змінюються з часом, β залежать від терміну погашення відповідного цінного паперу.

Тому точне застосування моделі капіталізованих активів вельми проблематично. У моделі САРМ коефіцієнт р характеризує міру ризику цінного папера i і відображає системний ризик, що виникає в результаті коливань прибутковості на всьому ринку цінних паперів. Величина β це число, на яке множиться різниця між очікуваною прибутковістю за середнім портфелю і очікуваною прибутковістю від безризикових вкладень. Показник β більше 1, якщо відносний ризик по акції перевищує середньоринковий, і менше 1, якщо відносний рівень ризику нижче середнього. У практичній діяльності компанії використовують значення β коефіцієнтів, що розраховуються спеціалізованими агентствами. Вони називаються «історично склалися». Коефіцієнти β, що розраховуються на підставі даних про структуру капіталу і характеристиках діяльності фірми, називають фундаментальними.

У разі, коли р не розрахована через відсутність достатніх історичних даних, щоб її отримати, повинна бути проведена експертна оцінка.

Щоб це зробити, дослідники використовують такі правила:

1. Компанія, у якій ризик дорівнює середньому ризику по акціях, які звертаються на ринку, має значення β, рівне 1. Це означає, що зміна вартості її акцій в точності відповідає середнім умовам ринку.

2. Компанія, у якій ризик менше, ніж середній рівень ризику по акціях, які звертаються на ринку, має значення β, менше 1. Коли β менше 1, це означає, що вартість акцій буде змінюватися в тому ж напрямку, що і весь ринок, тільки не так значно.

3. Компанія, у якій ризик більше, ніж на ринку в цілому, має значення β, більше, ніж 1. Це означає, що вартість її акцій буде змінюватися в тому ж напрямку, що і середній ринковий індекс, але в більших розмірах.

Бета підприємств комунальних послуг може бути дорівнює 0,6, а β зростаючої високотехнологічної компанії може бути 2 або більше. Фірма з дуже низьким рівнем ризику має і невелике значення β, а фірма з високим рівнем ризику - більше 1. Формула САРМ передбачає, що фірми компенсують високий ризик високими доходами, і навпаки, що є наслідком помножуючого ефекту β.

САРМ широко використовується для визначення рівня, необхідного інвесторами, і, отже, витрат компанії на залучення шляхом продажу цінних паперів інвесторам. Оскільки САРМ вимагає ряду експертних припущень, одержувані з її допомогою результати зазвичай більш точні, ніж результати, отримані методом дисконтування дивідендів.

Використання САРМ в Україні обмежена рамками галузей (нафтогазова, нафтохімічні галузі, електроенергетика, зв'язок, металургійний комплекс, лісова і целюлозно-паперова промисловість). Це пояснюється більш-менш активним зверненням акцій підприємств даних галузей на фондовому ринку і відносною доступністю інформації про ціни реальних угод по ним.

2.2 Економічні індикатори інвестиційної привабливості підприємства

Для підготовки і реалізації дієвої інвестиційної політики необхідні чітке і однозначне визначення критеріїв оцінки інвестиційної ситуації в країні та її регіонах, розробка методичного апарату, адекватного економічним реаліям, і його послідовне застосування. Згідно найбільш загальним визначенням, "інвестиції кошти, вкладені з метою отримання подальшого результату прибутку і доходу як найважливіших критеріїв результативності операційної, фінансової та інвестиційної діяльності господарюючих суб'єктів ринкової економіки. Такої точки зору дотримуються вітчизняні вчені Е.Ф. Борисов, Ф.М. Волков і Ю.А. Бабічева, В.В. Бочарова, Л. Н, Павлова, Е.М. Шабалін, а також зарубіжні дослідники В. Беренс і П. Хавранек, Б. Нидлз, Н.Сейтц, Р. Холт.

Макроекономічний підхід характеризується розглядом цілей інвестування не з позиції конкретного господарюючого суб'єкта, а з позицій економіки в цілому. Відповідно до цього підходу інвестиції повинні бути спрямовані на збільшення обсягу функціонуючого в економічній системі капіталу, причому придбання раніше використаних активів не вважається інвестиціями, а всього лише «переведенням активів з одного рахунку на інший» [18, с. 83-84]. Показовим є той факт, що послідовниками такого підходу є в більшості своїй західні вчені, які спеціалізуються на дослідженні проблем макроекономіки.

Зазвичай розмежовують два види інвестицій:

1) інвестиції, що направляються на придбання, створення і модернізацію засобів виробництва ", тобто «Капіталоутворюючі інвестиції»;

2) інвестиції, що направляються на придбання активів, цінних паперів, творів мистецтва, банківських депозитів та інші фінансові інвестиції.

У сукупності понять, які формують стан інвестиційної сфери, або інакше - інвестиційний клімат в економіці, системоутворюючою категорією є інвестиційна привабливість країни в цілому, регіону, галузі, підприємства. Інвестиційна привабливість - система або поєднання різних об'єктивних ознак, засобів, можливостей, що обумовлюють в сукупності потенційний платоспроможний попит на інвестиції в дану країну, регіон, галузь, підприємство. Залежно від часового горизонту аналізу, управління і прогнозування можуть бути виділені поточна і перспективна інвестиційна привабливість підприємства. Значна частина чинників інвестиційної привабливості і виражають їх показників є спільною для всіх або для більшості структурних рівнів економіки. Такі, наприклад, обсяг внутрішніх інвестиційних ресурсів підприємств, темпи зміни прибутку і обсягів промислового виробництва, частка збиткових підприємств, в загальній їх кількості по певній галузі промисловості.

Такий безсумнівний фактор інвестиційної привабливості, як частота і діапазон змін НБУ ставки рефінансування, можна застосовувати лише для вимірювання динаміки інвестиційної привабливості країни в цілому (макроекономічний рівень).

Рівень інвестиційної привабливості підприємства складається з двох компонентів рівня інвестиційного потенціалу та рівня неспецифічних (некомерційних) інвестиційних ризиків. Зміст інвестиційного потенціалу, який формується низкою економічних, соціальних і природно-географічних чинників, не викликає особливих питань. Цього не можна сказати про інвестиційні ризики. У загальному вигляді інвестиційні ризики можна визначити як можливість або ймовірність повного або часткового неотримання результатів здійснення інвестицій, що плануються учасниками інвестиційного проекту.

Інвестиційна активність підприємства реальний розвиток інвестиційної діяльності у вигляді інвестицій в основний капітал на підприємстві.

Взаємозв'язок інвестиційної привабливості та інвестиційної активності для кожного з структурних рівнів носить характер кореляційної залежності: інвестиційна привабливість є узагальненим факторингу ознакою (незалежної змінної), а інвестиційна активність - залежним від нього результативним ознакою (залежною змінною).

Сукупність інвестиційної привабливості та інвестиційної активності становить інвестиційний клімат на підприємстві.

До складу приводяться приватних показників, які безпосередньо і в найбільшій мірі (за даними кореляційного аналізу) формують інвестиційну активність підприємства (іншими словами несучі максимальну факторну навантаження), включаються лише значущі чинники. Перелік таких показників може змінюватися внаслідок переходу підприємства в інший етап розвитку.

З огляду на те, що кількісна характеристика інвестиційної привабливості підприємства, зокрема, інвестиційних ризиків не залежить від кількості співробітників або величини площі даної фірми, приватні факторіальні показники можуть виражатися лише у вигляді відносних величин - душових, пайових, темпових і т.д., а в деяких випадках - бальними оцінками. Отже, і зведений (інтегральний) показник може бути тільки відносною величиною.

У дослідженнях і прикладних розробках застосовуються чотири основні методи інтегрування числових значень приватних показників, що характеризують інвестиційний клімат, інвестиційну привабливість, інвестиційні ризики і т.д.

Найбільш часто, застосовується звід по сумі місць, займаних кожним підприємством за відповідними показниками. Цей метод є найпростішим, наочним, але одночасно і найменш точним. Дійсно, рангове місце (за сумою місць) визначає лише розстановку або ранжування об'єктів дослідження за критерієм "краще, гірше, ще гірше" і т.д. З цього не видно, на скільки одне підприємство привабливіше, краще іншого або на скільки одне підприємство більш фіксовано від іншого, бо між підприємствами, які займають послідовні порядкові номери, різниця може бути і дуже великим, і незначним. Рангове місце цього не показує, і, отже, ступінь пізнання об'єкта дослідження є в цьому випадку досить низькою.

На відміну від цього методу, інші три - середня геометрична, багатовимірна середня і метод "Pattem" - дозволяють визначити інтегральні рівневі характеристики.

Принципове значення має встановлення ступеня тісноти кореляційної зв'язку між поточною інвестиційною привабливістю (незалежна змінна) і поточної інвестиційною активністю (залежна змінна), як об'єктивного критерію достовірності визначених у роботі інтегральних рівнів інвестиційної привабливості підприємств.

Найбільш загальним поняттям, що характеризує інвестиційні процеси, є інвестиційний клімат. Інвестиційний клімат підприємства являє собою сформовану за ряд років сукупність різних соціально-економічних, природних, екологічних, політичних та інших умов, що визначають масштаби (обсяг і темпи) залучення інвестицій в основний капітал даного підприємства. Інвестиційний клімат складається з двох компонентів - інвестиційної привабливості підприємства та інвестиційної активності. Інвестиційна активність підприємства є інтенсивність залучення інвестицій в основний капітал. Інвестиційна активність може бути фактичної, і прогнозної.

Інвестиційна привабливість підприємства являє собою сукупність різних об'єктивних ознак, засобів, можливостей і обмежень, що обумовлюють інтенсивність залучення інвестицій. Залежно від часового горизонту аналізу, управління і прогнозування (так само, як і в випадку з інвестиційною активністю) виділяються фактична, в тому числі поточна (тобто за останній звітний період), і прогнозна інвестиційні привабливості підприємства.

Інвестиційна привабливість визначається станом внутрішнього і зовнішнього середовища організації. Класично внутрішнє середовище визначається структурою, кадрами, технологією та завданнями діяльності організації. Внутрішня ж середовище об'єкта інвестування має власні характеристики, які визначають її ефективність та інвестиційну привабливість. Однак вона повністю поглинена зовнішнім середовищем, основні компоненти якої, впливають на рішення потенційного інвестора. Відмінна риса цих компонентів об'єктивність. Стан навколишнього системи не залежить від оцінки потенційного інвестора, і визначається воно по її соціальним, екологічним та економічним параметрам.

Якщо розглянути приклад, де об'єктом інвестування є окреме підприємство, то потенційного інвестора цікавить в першу чергу стан конкурентного середовища на території об'єкта, а саме фінансово-економічне, технічний стан конкурентів. Дані фактори називають «точковими». Інвестиційна привабливість, виходячи зі змісту слова «привабливість», є поняттям суб'єктивним. Вона визначається суб'єктивним сприйняттям об'єкта інвестування потенційним інвестором. Так як інвестиційна привабливість визначається внутрішнім і зовнішнім середовищем об'єкта інвестування, то процес інвестування можна представити як процес переходу інвестиційних ресурсів з одного середовища в іншу. Інвестиційні ресурси існують у вигляді фінансових коштів або у вигляді основних або оборотних фондів.

Відзначимо деякі положення для визначення поняття «інвестиційна привабливість».

1. Інвестиційна привабливість відображає суб'єктивне ставлення потенційного інвестора до об'єкта інвестування.

2. Якщо об'єктом дослідження є окрема організація, то її інвестиційна привабливість визначається параметрами ефективності інвестування і залежить від сукупності властивостей зовнішнього і внутрішнього середовища об'єкта інвестування.

3. Якщо об'єктом дослідження привабливості є територія або регіон, то інвестиційна привабливість для інвестора визначається ресурсної забезпеченістю (територіальні чинники) і конкурентним середовищем («точкові» чинники).

Тому інвестиційна привабливість визначається сукупністю властивостей зовнішнього і внутрішнього середовища об'єкта інвестування, що визначають можливість граничного переходу інвестиційних ресурсів.

Між інвестиційною активністю на підприємстві та його інвестиційною привабливістю існує причино-наслідковий зв'язок: інвестиційна привабливість є узагальненим факторіальним ознакою (незалежної змінної), а інвестиційна активність - результативним ознакою (залежною змінною).

Таким чином, інвестиційна привабливість - аргумент (Р), а інвестиційна активність функція (А) інвестиційної привабливості. Відповідно, можуть бути встановлені тип і параметри цієї об'єктивно існуючої залежності, тобто може бути підібрана функція Р = f (A).

Об'єктивним критерієм обґрунтованості методики оцінки інвестиційної привабливості є ступінь тісноти кореляційної зв'язку між інвестиційною привабливістю підприємства та інвестиційною активністю на ньому, що виражається величиною коефіцієнта кореляції, а також коефіцієнтом еластичності і ін.

Якщо в результаті застосування методики досягаються високий рівень коефіцієнта кореляції і низький рівень стандартної помилки в регресійному рівнянні Р = f(A), то така методика визначення інвестиційної привабливості може бути визнана цілком обґрунтованою. Необхідно чітко розрізняти поняття абсолютної і відносної інвестиційної привабливості підприємств. Поняття «абсолютна привабливість» відноситься до розгляду конкретного, чітко специфікованого інвестиційного проекту.

В цьому випадку інвестиційна привабливість підприємства в абсолютному значенні позитивна в тому випадку, коли NPV (чиста поточна вартість) за весь амортизаційний цикл вище 0. Поняття «відносна інвестиційна привабливість» завжди передбачає базу порівняння. Це може бути:

середньогалузева інвестиційна привабливість;

порівняння з іншими підприємствами галузі;

порівняння з якимись нормативними (заданими замовником) значеннями.

Тому для оцінки інвестиційної привабливості підприємств попередньо чітко специфікуючи наступні моменти.

1) Що є базою оцінки:

інші підприємства (обмежений перелік);

задані потенційним інвестором цільові показники окупності інвестицій (термін окупності, проста норма прибутку, чиста поточна вартість, внутрішня норма рентабельності);

середньогалузева віддача на інвестований капітал.

2) Чи проводиться оцінка інвестиційної привабливості підприємств для конкретного інвестиційного проекту або цей момент не визначений.

3) Чи проводиться оцінка інвестиційної привабливості підприємств для фіксованих сум інвестицій або цей момент не визначений.

4) Чи проводиться оцінка привабливості для кредитного фінансування або інституційного фінансування.

5) Накладаються чи інвестором обмеження по:

- термінів окупності інвестицій;

- мінімальної віддачі на капітал, що інвестується;

- ліквідності капітальних вкладень;

- граничних сум фінансування;

6) Який якісний характер фінансування (інновації, модернізація, підтримують інвестиції).

7) Яке додаткове забезпечення (заставу, мінімальний залишок на рахунку, акредитив та ін.).

Без чіткого прояснення даних моментів оцінка інвестиційної привабливості підприємств втрачає сенс.

Дисконтні показники

Показники, які не враховують фактор часу

Комплексні показники

Чиста поточна вартість (NPV)

Внутрішня норма рентабельності

Модифікована ставка рентабельності

Дисконтований термін окупності

Середньорічний показник інвестиційної привабливості

Індекс рентабельності інвестицій

Показники скореговані з урахуванням ставки реінвестування

Мінімум проведених витрат

Модифікована внутрішня норма рентабельності (MIRR)

Маржинальна рентабельність інвестиційного капіталу

Модифікована ставка рентабельності

Річна чиста поточна вартість (ANPV)

Коефіцієнт приросту грошевих коштів (Ktw)

Чиста поточна вартість з урахуванням реінвестування грошевих коштів (NPVtw)

Максимум проектного прибутку (ACBP)

Термін окупності (PB)

Облікова норма рентабельності (ARR)

Коефіцієнт порівняної економічної ефективності (Kе)

Очікуваний економічний ефект впровадження інвестицій (Ет)

Рис. 2.1. Економічні показники оцінки інвестиційної привабливості

При використанні даного показника необхідно дотримуватися наступних правил прийняття інвестиційних рішень: якщо результат NPV позитивний, то можна здійснювати капіталовкладення, якщо він негативний, то їх слід відкидати; якщо подані проекти є альтернативними (взаємовиключними), слід приймати проект з вищої NPV; якщо необхідно сформувати зі списку можливих капіталовкладень портфель інвестицій, схваленню підлягає комбінація проектів з найбільшим спільним значенням NPV [70, с. 23].

2.3 Аналіз інвестиційних ризиків та їх вплив на інвестиційну привабливість підприємства

Фінансові ризики пов'язані з імовірністю втрат фінансових ресурсів (тобто грошових коштів). Фінансові ризики підрозділяються на два види:

ризики, пов'язані з купівельною спроможністю грошей, і ризики, пов'язані з вкладенням капіталу (інвестиційні ризики).

Інвестиційні ризики включає в себе наступні підвиди ризиків: ризик упущеної вигоди, ризик зниження прибутковості, ризик прямих фінансових втрат.

Ризик упущеної вигоди - це ризик настання непрямого (побічного) фінансового збитку (неодержаний прибуток) у результаті нездійснення якого-небудь заходу.

Ризик зниження прибутковості може виникнути в результаті зменшення розміру відсотків і дивідендів по портфельних інвестиціях, по внесках і кредитах.

Портфельні інвестиції пов'язані з формуванням інвестиційного портфеля і являють собою придбання активів.

Ризик зниження прибутковості включає наступні різновиди: процентні ризики і кредитні ризики.

До процентних ризиків відноситься небезпека втрат комерційними банками, кредитними установами, інвестиційними інститутами в результаті підвищення процентних ставок, виплачуваних ними по притягнутих засобах, над ставками за наданими кредитами. До процентних ризиків відносяться також ризики втрат, які можуть понести інвестори в зв'язку зі зміною дивідендів по акціях, процентних ставок на ринку по облігаціях, сертифікатам і іншим цінним паперам.

Зростання ринкової ставки відсотка веде до зниження курсової вартості цінних паперів, особливо облігацій з фіксованим відсотком. При підвищенні відсотка може початися також масове скидання цінних паперів, емітованих під більш низькі фіксовані відсотки і за умовами випуску, достроково прийнятих назад емітентом. Процентний ризик несе інвестор, який вклав кошти в середньострокові і довгострокові цінні папери з фіксованим відсотком при поточному підвищенні середньоринкового відсотка в порівнянні з фіксованим рівнем. Іншими словами, інвестор міг би отримати приріст доходів за рахунок підвищення відсотка, але не може вивільнити свої кошти, вкладені на зазначених вище умовах.

Фінансові ризики

Інвестиційні ризики

Ризики прямих фінансових втрат

Ризики упущеної вигоди

Ризики зниження доходності

Кредитні ризики

Відсоткові ризики

Біржові ризики

Ризик банкрутства

Рис. 2.2. Форми фінансового ризику

Процентний ризик несе емітент, що випускає в обіг середньострокові і довгострокові цінні папери з фіксованим відсотком при поточному зниженні середньоринкового відсотка в порівнянні з фіксованим рівнем. Інакше кажучи, емітент міг би залучати кошти з ринку під більш низький відсоток.

Цей вид ризику при швидкому зростанні відсоткових ставок в умовах інфляції має значення і для короткострокових цінних паперів.

Очевидно, що для створення привабливих умов для капіталовкладень впливають багато факторів: політична стабільність, невисокий рівень інфляції, екологічна безпека. Поряд з цими найважливішими факторами, які впливають на рішення інвестора, є рівень ризику, пов'язаний з тим чи іншим інвестиційним проектом. На кожному етапі підготовки і реалізації інвестиційних рішень контроль за рівнем ризику залишається актуальним. Для достовірної та об'єктивної кількісної оцінки інвестиційного ризику потрібно велика інформаційна база. Основними джерелами її виступають законодавчі акти, звітність, аналітичні огляди і т.д.

Для даної проблеми досить важливо, що в залежності від причин виникнення і можливостей усунення необхідно виділяти два види або дві складові загального інвестиційного ризику:

1) специфічний, або комерційний інвестиційний ризик;

2) неспецифічний, або некомерційний (макроекономічний на федеральному рівні, регіональний - на рівні держави, галузевої - на рівні галузі економіки) інвестиційний ризик.

Специфічний, або комерційний інвестиційний ризик є різновидом підприємницького ризику, пов'язаного з інвестиційною діяльністю і викликаного специфічними для кожного інвестиційного проекту або окремого підприємства особливостями комерційної діяльності (наприклад, ризик втрат від необов'язковості партнерів, від невдалого маркетингу, від необґрунтованих технічних і технологічних рішень і т. д.).

Комерційні інвестиційні ризики проявляються лише на рівні підприємницької діяльності (підприємства, корпорації) і не мають макроекономічної, регіональної і галузевої форм.

Неспецифічний, або некомерційний інвестиційний ризик обумовлений зовнішніми по відношенню до інвестора обставинами макроекономічного, регіонального, галузевого характеру (такими, наприклад, як корумпованість державного апарату, рівень злочинності, наслідки соціально-економічних і політичних регіональних конфліктів, екологічна небезпека виробництва в галузі та ін.) . Некомерційні інвестиційні ризики є складовою частиною макроекономічної, регіональної і галузевої інвестиційної привабливості підприємства.

Макроекономічні, регіональні та галузеві інвестиційні ризики можуть бути тільки некомерційними, або неспецифічними. Вони впливають однаковою мірою на ймовірні результати здійснення всіх інвестиційних проектів. Тому кількісні значення таких ризиків обов'язково повинні враховуватися в інвестиційних процесах і в розрахунках показників ефективності інвестиційних проектів.

Інвестиційна привабливість є позитивним за своїм змістом поняттям, а інвестиційні ризики, які беруть участь у формуванні цієї привабливості, - негативним поняттям. Тому при обліку некомерційних інвестиційних ризиків як комплексного чинника інвестиційної привабливості доцільно перетворення числових характеристик ризиків в числові характеристики поняття, протилежної за змістом поняттю «галузеві інвестиційні ризики». Таке поняття - антонім поняття інвестиційних ризиків - можна назвати «соціально-політична і екологічна безпека для інвесторів», або спрощено інвестиційна безпека (відповідно макроекономічна, регіональна, галузева і на рівні підприємства).

Описане перетворення дозволяє уникнути протиспрямованість впливу двох комплексних факторів - інвестиційного потенціалу та інвестиційних некомерційних ризиків на результуючу характеристику - інвестиційну привабливість.

Точно таким же чином кожен приватний фактор цих узагальнюючих понять має одночасно як позитивне кількісне вираження (через "позитивний" показник - для визначення зведеного рівня макроекономічної, регіональної та ін. Інвестиційної безпеки), так і негативний (через зворотний за змістом "негативний" показник - для визначення зведеного рівня макроекономічних, регіональних і ін. інвестиційних некомерційних ризиків).

До сих пір при оцінці інвестиційної привабливості підприємства відмінності в рівнях ризиків або не враховувалися, або оцінювалися без достатнього методичного обґрунтування. Вплив регіональних інвестиційних ризиків на інвестиційну привабливість доцільно враховувати шляхом застосування поправочних коефіцієнтів до норми дисконтування грошових потоків у вигляді диференційованих інтегральних показників рівня інвестиційних ризиків.

Вплив інвестиційних ризиків відбувається не тільки на такий показник, як інвестиційна привабливість, але і на процес інвестиційного кредитування. Інвестування в проект за рахунок кредитів вимагає так само серйозного вивчення відповідної їм ступеня ризикованості та можливості залучення грошових ресурсів з альтернативних джерел фінансування. При двох різних варіантах фінансування, велика варіація отримання очікуваних результатів буде у проекту з найбільш високим значенням фінансового важеля (співвідношення позикових і власних коштів).

Таким чином, можна відзначити, чим вище значення фінансового важеля, тим сильніше підвищується ступінь інвестиційної ризикованості.

Ідентифікація факторів інвестиційного ризику, їх кількісний вимір і робота з усунення причин виникнення є корисними процедурами в ході оцінки і підготовки інвестиційних проектів. Отримання реального ефекту від дослідження рівня інвестиційного ризику може бути досягнуто тільки при узгодженому вивченні комплексу проблем.

При прогнозуванні інвестиційних ризиків необхідно розглядати ряд фінансових показників, що характеризують зовнішню і внутрішню сторони бізнесу. Зокрема, різкий стрибок інфляції і перегляд відсоткових ставок, обумовлених в кредитних договорах за довгостроковими позиковими коштами комерційної організації в бік збільшення, безсумнівно, погіршить фінансову стійкість реципієнта (підприємства, що реалізує інвестиційний проект), що не може благотворно вплинути на рівень його кредитоспроможності. Стан зовнішнього середовища по всій видимості, зробить вплив і на величину внутрішньої норми рентабельності (зниження даного показника відбудеться внаслідок погіршення кількісних і якісних характеристик проектного грошового потоку в умовах випереджального зростання цін на сировину, матеріали і комплектуючі).

При зниженні рівня інвестиційної привабливості підприємства і відносного зниження реальної прибутковості позикодавця рівень інвестиційного ризику, як видно, так само буде знижуватися. Щоб правильно ідентифікувати основні напрямки управлінського впливу з метою більш істотного зниження рівня інвестиційного ризику необхідно точно визначити ступінь впливу на нього кожного фактору. Це завдання може бути вирішена тільки за умови побудови відповідної факторної моделі залежності.

В ході узагальнення великого масиву статистичної та облікової інформації ряду будівельних підприємств м Сєвєродонецька, а також апробації отриманих результатів в практичній діяльності російських компаній, що беруть участь в реалізації власних інвестиційних програм, ми розробили і пропонуємо для використання наступну детерміновану модель залежності рівня інвестиційного ризику від впливу різних зовнішніх і внутрішніх факторів.

Для аналізу впливу представлених в моделі факторів на зміну рівня інвестиційного ризику пропонується використовувати метод ланцюгових підстановок. Крім того, значне підвищення середньої ставки відсотка за позиковими коштами фінансування зробить негативний вплив на рівень кредитоспроможності організації (відносний вплив фактору + 101,3%), а за рахунок зниження частки позикового капіталу можна істотно знизити негативний вплив інвестиційного ризику (відносний вплив фактору на зміну результативного показника складе близько 60%). Сукупний вплив чинників, що дорівнює + 5,232%, повністю відповідає абсолютному відхиленню в рівні інвестиційного ризику, представленому в таблиці 2.7.

Таблиця 2.7

Розрахунок очікуваного в майбутньому періоді впливу факторів на рівень інвестиційного ризику

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Послідовність розрахунків | Фактори, що впливає на рівень фінансового ризику | Коефіцієнт фінансового ризику (гр.2 х гр.3 - гр.4 х гр.5 х гр.6]) | Розрахунок впливу факторів, (отриманий результат в гр. 7 порівняти з попереднім) | Відносне вплив факторів,% (гр.8 [стр. х / стр. 7] • 100) |
| Пор. ставка% по позикових джерел | Частка позикових джерел в загальній. Величині інвестиційного капіталу | Показник зворотний коефіцієнт привабливості | Коефіцієнт реальної рентабельності | Показник зворотний коефіцієнту прибутковості |
| Розрахунок за фактичними даними | 0,3 | 0,6358 | 0,4 | 2,0 | 0,8333 | 0,06358 | х | х |
| Розрахунок впливу зміни ставки відсотка по позикових джерел фінансування | 055 | 0,6358 | 0,4 | 2,0 | 0,33 | 0,116573 | 0,05299 | +101,3 |
| Розрахунок впливу зміни частки позикового капіталу | 0,55 | 0,4636 | 0,4 | 2,0 | 0,8333 | 0,085 | -0,03157 | -60,3 |
| Розрахунок впливу зміни показника зворотного коефіцієнта привабливості довгострокових інвестицій | 0,55 | 0,4636 | 0,75 | 2,0 | 0,8333 | -0,06373 | -0 14873 | -284 з |
| Розрахунок впливу зміни коефіцієнта реальної рентабельності капіталу | 0,55 | 0,4636 | 0,75 | 0,8 | 0,8333 | 0,127495 | 19122 | +365,5 |
| Розрахунок впливу зміни показника, зворотного коефіцієнта реальної прибутковості інвестора позикодавця | 0,55 | 0,4636 | 0,75 | 0,8 | 0,9091 | о 1159 | -0,01159 | -22,2 |
| Загальний вплив всіх факторів (стр.2 + стр.3 + стр.4 + стр.5 + стр.6) | +0,05232 | 100,0 |

Почата нами дослідження, безумовно, не позбавлене певних недоліків. Ми бачимо необхідність розробки організаційного механізму перспективної оцінки вихідних показників, на основі яких здійснюється факторний аналіз інвестиційного ризику.

У той же час використання в практичній роботі запропонованої методики аналізу і складених нами факторних моделей залежності допоможе більш раціонально організувати роботу в області управління фінансово-інвестиційною діяльністю з урахуванням інтересів власників підприємства і його кредиторів.

В ході вивчення економічної природи інвестиційного ризику пропонуємо окремо розглядати ступінь ризику у відокремлених проектів і комбінації капіталовкладень. Рівень величини загального ризику служить важливим індикатором інвестиційної привабливості та кредитоспроможності фірми.

Його величина визначається сумою двох складових: диверсифікованим ризиком і систематичним.

Таким, чином, очевидно, що потенційні труднощі, асоційовані із загальним ризиком, негативно впливають на рівень грошових потоків очікуваних від реалізації будь-яких інвестиційних проектів.

Імовірність отримання меншої рентабельності портфеля активів характеризується загальним, диверсифікованим і систематичним (ринковим) ризиком. Залежність між цими показниками, представлена ​​на малюнку 5, досить наочно ілюструє можливості управлінського впливу на рівень загального ризику за допомогою комбінації активів в добре диверсифікований портфель інвестицій.

Ризик інвестування, %

1

15

28

Загальний ризик

Систематичний ризик

Диверсифікований ризик

Рис. 2.3. Залежність між показниками загального інвестиційного ризику

Графік на рис. 2.3 показує, що інвестиційний ризик в міру збільшення кількості інвестиційних активів знижується до певного рівня.

Таким чином, щоб знизити рівень загального інвестиційного ризику, фінансовим менеджерам досить сформувати добре диверсифікований портфель інвестицій, за рахунок чого з'являється реальна можливість зниження несистематичної його складової. Якщо мова йде про диверсифікацію вкладень в довгострокові (капітальні) інвестиції, в залежності від ступеня ризику окремих проектів, їх галузевої приналежності, ціни і структури капіталу істотно знизити рівень можна за рахунок комбінування 2-5 варіантів капіталовкладень.

Для отримання значного зниження рівня інвестиційного ризику, необхідно інвестувати вільні кошти в різні проекти, результати яких не залежать один від одного, а при певних ситуаціях змінюються або в протилежні сторони, або абсолютно не пов'язані.

Рішення конкретних прикладних задач по зниженню ризику і прогнозування негативних наслідків відноситься до трьох сторін процесу інвестиційного кредитування: процедури здійснюються адміністрацією підприємства, кредитною організацією, яка видає кредит і державними контрольними органами.

З метою максимального зниження рівня ризику, підвищення безпеки та фінансової стійкості підприємства застосовуються такі основні способи і методи:

регулювання і контроль співвідношення постійних і змінних витрат;

цінове регулювання;

управління величиною фінансового важеля;

диверсифікація інвестиційних активів;

створення системи резервів;

організація постійного моніторингу зовнішнього середовища;

контроль за вартістю підприємства;

отримання від контрагентів певних гарантій.

Таким чином, кожна група учасників інвестиційного процесу має свої переваги, а оцінка основних показників ризику кредиторів найчастіше не збігається з оцінкою, даною підприємством.

2.4 Критерії оцінки інвестиційної привабливості підприємства

Формула розрахунку поточної вартості може бути представлена наступним виразом:

NPV= PV-I0, (2.5)

де NPV - чиста поточна вартість;

PV - поточна вартість проектних грошових потоків;

I0- початкові інвестиційні витрати.

Щоб визначити інвестиційну привабливість проекту з постійними рік у рік рівнем цін, обсягом продажів, виробничими витратами і точно визначеним строком його експлуатації, можна у формулі NPV розкласти величину чистих грошових потоків в період t (Cf) на фактори меншого порядку.

Чистий дисконтований дохід (NPV) для постійної ставки дисконтування і разових первинних інвестицій визначають за такою формулою:

 (2.6)

де і - ставка дисконтування;

п - кількість періодів реалізації проекту;

СF- чистий потік платежів у періоді;

 - коефіцієнт дисконтування (використовується спосіб нарахування складних процентів);

І0 - сума первинних витрат, тобто сума інвестицій на початок проекту.

Якщо інвестиційний проект передбачає не разову інвестицію, а послідовне вкладення капіталу впродовж т років, то формула для розрахунку чистого дисконтованого доходу (NPV) модифікується таким чином:

 (2.7)

Якщо розрахований чистий дисконтований дохід має позитивний знак (NPV > 0), це означає, що протягом свого життєвого циклу проект відшкодує первинні витрати *І*0, забезпечить отримання прибутку згідно із заданою ставкою дисконтування *i*, а також деякий резерв прибутку, що дорівнює NPV. Негативна величина чистого дисконтованого доходу (NPV < 0) показує, що задана норма прибутку не забезпечується, і проект збитковий. При NPV = 0 проект тільки окупає здійснені витрати, але не приносить доходу. Проте, проект з NPV = 0 має все ж додатковий аргумент на свою користь - у разі реалізації проекту обсяги виробництва зростуть, тобто підприємство збільшиться в масштабах (що нерідко розглядається як позитивна тенденція).

З урахуванням сказаного вище існує величезна кількість версій оцінки інвестиційної привабливості підприємств в залежності від специфікації вимог замовника.

Нами запропонований наступний варіант на прикладі будівельних організацій м Сєвєродонецька. Проведемо розрахунок поточної вартості підприємств (NPV) і розглянемо доцільність капіталовкладень за таких умов:

1. Оцінюються підприємства однієї галузі.

2. Інвестор надає кредитне фінансування (банк).

3. Фінансування не провадиться під конкретний інвестиційний проект.

4. Базою порівняння служать підприємства з обмеженого переліку.

5. Існують обмеження по:

характером інвестицій. Це повинні бути інвестиції в розширення виробництва (інновації) з метою створення нових робочих місць;

граничного терміну окупності (5 років). Кредитний період не повинен перевищувати 5 років;

мінімальної віддачі на інвестиції. Рентабельність інвестицій (з урахуванням включення відсотка по залученню до витрат) повинна становити не менше 20% річних;

відсоток по кредиту становлять 19% річних. Метод погашення кредиту straight-line (відсотки виплачуються щокварталу, починаючи з I кварталу, сума основного боргу погашається одноразово в кінці терміну фінансування). Інформаційною базою виконання проекту є дані фінансової та оперативної звітності підприємства.

Перш ніж переходити до подальшого викладу, необхідно зафіксувати наступний важливий момент. При порівнянні (з подальшим ранжуванням) ряду підприємств за ступенем їх інвестиційної привабливості в силу обмеженості інформації підхід неминуче буде носити спрощений характер. Основним спрощенням є проста екстраполяція існуючих тенденцій господарської діяльності. Скажімо, якщо на поточний момент віддача на сукупний капітал дорівнює 19%, то передбачається, що по додаткових вкладень (інвестицій) рівень віддачі буде таким же.

Оцінку інвестиційної привабливості доцільно проводити в два етапи: 1-й етап - аналіз обмежень, «просівання» підприємств і формування «вузького списку». 2-й етап - рейтингова оцінка підприємств з «вузького списку».

Аналіз обмежень йде в контексті вибору «відповідає - не відповідає». За відповідності підприємств зі списку заданим обмеженням вони включаються в «вузький список», при невідповідності виключаються з подальшого розгляду.

Абсолютна окупність інвестицій за конкретним інвестиційним проектам вважається за показниками чистої поточної вартості (NPV) і внутрішньої норми рентабельності (IRR). У нашому випадку необхідно дати наближену оцінку абсолютної окупності інвестицій в конкретні підприємства при загальному умови: сума кредиту 15000 тис. грн., Відсоток (дисконт) дорівнює 19%, термін кредитування дорівнює 5 років. Абсолютна окупність має на увазі позитивне значення NPV і IRR.

Для попередньої оцінки абсолютної окупності інвестицій проводиться наступна процедура:

береться за останній рік показник прибутковості сукупних активів, т. е. чистий прибуток за рік (без вирахування відсотків по залученню коштів) / валюта балансу. Валюта балансу береться усередненої (середньоарифметичної) квартальних даних за останній рік (0,9; 1,06; 1,10; 1,17); береться заданий відсоток по залученню коштів (річних). У нашому випадку він дорівнює 19%. Вважається складний відсоток (з капіталізацією) за 5 років. У нашому випадку це - 1,19%, вважається різниця прибутковості сукупних активів і значення відсотка. Наприклад, якщо в нашому випадку прибутковість сукупних активів дорівнює 0,4 в рік (починаючи з першого року), то різниця дорівнює 0,21 (0,4 - 0,19). Якщо інвестиції починають окупатися через кілька років (найбільш імовірний випадок), то для розрахунків береться величина складного відсотка; проводиться порівняння отриманої цифри з О. Якщо результат позитивний, то інвестиції в дане підприємство в абсолютному значенні окупності. В іншому випадку підприємство не включається в «вузький список». Так, в даному випадку інвестиції в межах окупності.

У деяких випадках інвестор може задати цільовий рівень окупності. У цьому випадку необхідно провести підрахунок IRR за даний інвестором період окупності (цільовий рівень окупності може бути заданий інвестором за певний період). Наприклад, в нашому випадку інвестором можуть бути задані вимоги окупності інвестицій за перші два роки на рівні не менше чистого доходу (20% в рік) і 60% за весь термін кредитування (5 років). У цьому випадку вважається IRR за даний період і порівнюється з цільовим показником. Розрахунок здійснюється за формулою складного відсотка. Наприклад, в нашому випадку IRR за два роки буде дорівнювати 1,172 - 1 = 0,37 (тобто 37% за два роки), що менше цільового рівня (40%). Отже, підприємство необхідно викреслити з «вузького списку».

Після формування «вузького списку» здійснюється рейтингова оцінка (ранжування за рівнем зменшення інвестиційної привабливості) потрапили в нього підприємств. Рейтингова оцінка ґрунтується на виведенні якогось комплексного показника, який розраховується як сума зважених репрезентативних коефіцієнтів, що характеризують різні аспекти ефективності діяльності і стійкості фінансового стану підприємства [38, с. 68-69].

Істотний вплив на вибір ваг коефіцієнтів надають:

характер кредитування. При кредитному фінансуванні необхідно суттєво збільшити вагу показників фінансового стану (ліквідність, фінансова маневреність, загальна платоспроможність) в порівнянні з показниками ефективності господарської діяльності (прибуток до власних коштів, рентабельність та ін.);

граничне обмеження по термінах окупності. У міру зростання терміну окупності (терміну кредитування при банківському фінансуванні) збільшується вага показників довгострокового фінансового стану (загальна платоспроможність) в порівнянні з показниками поточної платоспроможності (ліквідність і фінансова маневреність).

Складання рейтингу є завершенням проведення оцінки абсолютної і відносної інвестиційної привабливості підприємств. У практичному ключі це означає, що інвестор отримує кількісне обґрунтування порівняльної вигідності різних альтернатив вкладення фінансових ресурсів при накладених ним обмеження та вимоги до повернення коштів.

Методика оцінки інвестиційної привабливості заснована на способах і прийомах фінансового аналізу.

Розглянуті методи оцінки інвестиційної привабливості окремо взятого підприємства, це, зокрема, порівняльна оцінка інвестиційної привабливості даного підприємства в порівнянні з іншими організаціями. Даний метод оцінки інвестиційної привабливості найбільш прийнятний і актуальний для відчизняної економіки. Згідно проведеної рейтингової оцінки (таблиця 2.8) нами визначено підприємство (ТОВ «Дивосвіт» - Сєвєродонецьк», м. Сєвєродонецьк ), яке є найбільш фінансово стійким і для якого далі ми визначимо коефіцієнт інвестиційної привабливості.

Ефективне обґрунтування прямих інвестицій враховує не тільки індивідуальні показники динаміки результатів господарської діяльності та фінансового стану підприємства - об'єкта інвестицій, але і галузеву специфіку, особливо при довгостроковому періоді окупності. Так само, якщо портфельний інвестор формує власний портфель цінних паперів, покладаючись тільки на кон'юнктуру, динаміку прибутковості біржових цінних паперів окремих підприємств, він як би «слід за ринком» замість того, щоб "передбачати" його тенденції. В кінцевому підсумку, як показує багаторічний досвід, «послідовник» завжди програє «лідеру».

Таблиця 2.8

Коефіцієнти, що використовуються для оцінки інвестиційної привабливості підприємства

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Показник  | Призначення | Розрахункова формула | Рекомендоване значення (коефіцієнт) | Фактичне значення | Фактичне значення підприємства» |
| Коефіцієнт фінансової незалежності  | Показує частку власного капіталу у валюті бухгалтерського балансу | Капітал і резерви (власний капітал), поділені на валюту балансу | Більш ніж 0,5 | 0,25 | 0,69 |
| Вільні кошти, що знаходяться в обороті (чистий оборотний капітал)  | Свідчить про перевищення оборотних активів над короткостроковими зобов'язаннями | Оборотні активи - короткострокові зобов'язання | Не менш 10% від загального обсягу оборотних активів | Менше загального обсягу оборотних активів | Менше загального обсягу оборотних активів |
| Коефіцієнт маневреності  | Показує частку вільних грошових коштів у власному капіталі підприємства | Чистий оборотний капітал, поділений на власний капітал |  | 0,26 |  |
| Коефіцієнт заборгованості  | Характеризує співвідношення між позиковим і власним капіталом | Позиковий капітал, поділений на власний капітал | 0,67 | 0,59 | 0,05 |
| Коефіцієнт фінансової напруженості  | Показує частку позикових коштів у валюті балансу | Позиковий капітал, поділений на валюту балансу | Не більш 0,5 (50%) | 0,13 | 0,03 |
| Коефіцієнт абсолютної ліквідності  | Показує, яка заборгованість може бути погашена за рахунок найбільш ліквідних коштів на останню | (Грошові кошти + короткострокові фінансові вкладення), поділені на короткострокові зобов'язання |  | 0,33 | 0,17 |
| Коефіцієнт поточної (уточненої ліквідності  | Показує, яка частина короткострокових зобов'язань може бути погашена за рахунок найбільш ліквідних коштів і дебіторської заборгованості | (Грошові кошти + короткострокові фінансові вкладення + дебітори), поділені на короткострокові зобов'язання | 0,5-0,8 | 0,92 | 0,7 |
| Коефіцієнт загальної ліквідності  | Показує, в якій частині оборотні активи покриваються короткостроковими зобов'язаннями | Оборотні активи, поділені на короткострокові зобов'язання | 1-2 | 1,06 | 0,97 |

Таким чином, в реальному інвестуванні, методологічний підхід до аналізу стану підприємства є одним з ключових факторів успіху для інвестора.

Інвестиційна привабливість підприємства формується двома групами факторів, інвестиційним потенціалом (сукупність об'єктивних економічних і соціальних властивостей підприємства) та інвестиційними ризиками.

Для оцінки інвестиційної привабливості підприємства найбільш прийнятна обчислювальна процедура, яка дає формалізований, однозначну відповідь, а саме необхідно використовувати показник або сукупність показників, які давали б не приблизну оцінку явища, які не характер його зміни, а кількісно і точно оцінювали б його. Для цієї мети пропонуємо використовувати коефіцієнт - відносний показник, що характеризує ступінь оцінки: ставлення реальної (внутрішньої) вартості до ринкової.

Реальна вартість (внутрішня вартість) об'єктивна оцінка вартості підприємства, яка оцінює потенціал підприємства. Ринкова вартість - вартість, що склалася на сьогоднішній момент на ринку. Відмінності в цих оцінках полягають в тому, що перша, по-перше, показує вартість підприємства незалежно від сьогоднішньої кон'юнктури ринку, а 99 друга враховує її, і по-друге вона діє протягом більш тривалого часу, а ринкова оцінка показує вартість на конкретну дату. Ці оцінки за певних умов можуть значно відрізнятися. Наприклад, при неповному використанні потенціалу підприємства ринкова вартість акцій може істотно відрізнятися від їх реальної вартості, - тобто тієї, яка встановитися через певний час, коли підприємство буде працювати в повну потужність.

 Реальну вартість підприємства можна розділити на три елементи: ринкову ціну майна, кредиторську заборгованість в широкому сенсі і суму дисконтованого доходу. Причому перша і третя складаються, а друга віднімається. Друга і третя складові залежать від періоду часу. Причому чим триваліший цей період, тим більше приблизною їх оцінка. Під ринковою ціною майна підприємства розуміється ринкова вартість основних засобів, нематеріальних активів, матеріальних запасів і витрат, фінансових вкладень, грошових коштів, дебіторської заборгованості.

Ця оцінка відрізняється від балансової тим, що вартість основних засобів і нематеріальних активів приймається за цінами можливої реалізації, які зазвичай нижче балансових. Облікова вартість матеріальних запасів і витрат не суттєво відрізняється від ринкової, тому коригування за цією статтею є зайвою. Величина фінансових вкладень коригується з урахуванням отримання прибутку від них, а також інфляції (коригування в обидві сторони: збільшення і зменшення). Величина грошових коштів і інших ліквідних активів залишається незмінною. Дебіторська заборгованість повинна бути також зменшена на величину безнадійної і незначно збільшена на величину реальних до отримання штрафних санкцій.

Під дисконтованих доходом розуміється чистий дисконтований дохід (розрахований виходячи з величини чистого прибутку).

Під третьою складовою розуміються короткострокові кредити і позики, довгострокові кредити і позики, кредиторська заборгованість. Всі відстрочені виплати (погашення кредитів, оплата відсотків) також дисконтуються.

Оцінка інвестиційної привабливості підприємства проводиться на основі другої складової як найбільш впливає на реальну вартість, а головне більш залежною від результатів діяльності підприємства. Аналіз проводиться на основі показників рентабельності (прибутковості). Для цього визначається в першу чергу розрахунковий період виходячи з тривалості здійснюваних підприємством проектів на основі бізнес-плану. Після цього визначається величина щорічного прибутку підприємства і розраховуються показники рентабельності. Визначаються найважливіші взаємозв'язку цих показників (співвідношення їх частин, а також співвідношення самих показників). Потім за допомогою розрахунку рентабельності власного капіталу і ефекту фінансового важеля з'ясовується наявність резервів зростання рентабельності і дається оцінка можливості використання цих резервів для зростання прибутку.

Далі майбутні доходи приводяться до сьогоднішньої оцінці. Вартість майна складається з наведеними доходами, віднімаються наведені витрати по кредитах і виходить реальна або внутрішня вартість підприємства. При цьому її необхідно скорегувати на величину ризику банкрутства підприємства. Коригування проводиться шляхом множення внутрішньої вартості підприємства на показник платоспроможності за звітний період. Ця вартість ділиться на сьогоднішню ринкову (оголошену, статутну), множиться на 100% і виходить інвестиційна привабливість в процентному вираженні.

Один з можливих підходів до дослідження інвестиційної привабливості підприємства, це підхід, зорієнтований на вивчення впливу прибутковості підприємства на його інвестиційну привабливість.

Основою аналізу при даному підході виступає показник рентабельності власного капіталу. При цьому розрахунок проводиться в кілька етапів.

На першому етапі передбачається звільнення цього показника від випадкових впливів поточного року, з метою підвищення об'єктивності використовуваних для подальших розрахунків даних. Усереднення, як спосіб підвищення об'єктивності, частково виправдовує себе, а головне дає деяку формалізацію розрахунків. Разом з тим він не завжди виправданий і іноді може вводити в оману, тому що він не враховує випадкових відхилень факторів за попередні періоди.

На другому і третьому етапах суть аналізу полягає в пошуку резервів зростання певної на першому етапі рентабельності власного капіталу. Сенс цього пошуку полягає у визначенні максимального і в той же час потенційно можливого рівня рентабельності власного капіталу для даного підприємства. З цієї максимально можливої величини рентабельності власного капіталу віднімається сьогоднішня рентабельність власного і, таким чином, виходить резерв рентабельності власного капіталу, який ми можемо мобілізувати, але за однієї умови можливості брати участь в управлінні підприємством, для чого і використовується коефіцієнт коригування - 2%.

Різниця в цих етапах полягає в тому, що можливості управління рентабельністю власного капіталу розглядаються з різних точок зору, причому дії, що вживаються в рамках цих точок зору не взаємовиключають одне одного. Це означає, що при оптимізації комерційної маржі і коефіцієнта трансформації, а також диференціала і коефіцієнта позикових коштів величина рентабельності власного капіталу збільшується на 2 рівня, при цьому це скоріше не складання резервів, а їх твір, що дає більший приріст рентабельності власного капіталу.

 Недоліками цих прийомів є ототожнення можливості повного використання цих резервів з можливістю повністю керувати діяльністю підприємства. А це не зовсім так. Може скластися така ситуація, коли при придбанні контрольного пакету акцій ми не зможемо реалізувати розраховані раніше резерви підприємства. Це станеться не тому, що ми не зможемо контролювати діяльність підприємства, а тому, що ця діяльність стала неможливою або втратила сенс з яких-небудь причин (тобто резерв, який ми визначили раніше і на який ми розраховували, перестав бути резервом по незалежних від нас причин).

Заключним етапом у визначенні розрахункової величини майбутнього прибутку є її коригування на ризик неотримання цієї прибутку, у зв'язку з тим, що ми, не встигнувши зайнятися підприємницькою діяльністю, змушені будемо відмовитися від неї через ліквідацію підприємства, внаслідок неплатоспроможності. Дане коректування проводиться за допомогою відношення наявної платоспроможності до нормативної величиною, що характеризує ступінь відхилення платоспроможності від норми і наближення підприємства до межі банкрутства.

Кінцевим результатом проведених розрахунків є визначення коефіцієнта інвестиційної привабливості підприємства в кількісному і формалізованому вигляді, що дозволяє порівнювати різні підприємства.

Коефіцієнт інвестиційної привабливості підприємства є відношення реальної (внутрішньої) вартості підприємства до його сьогоднішньої ринкової (статутний) вартості. Ринкова вартість представляє сумарну вартість всіх акцій підприємства за ціною їх можливого сьогоднішнього придбання. Статутна вартість являє величину статутного капіталу, зазначену в балансі підприємства.

Реальна (внутрішня) вартість підприємства визначається за більш складною обчислювальної процедури. Спочатку визначається вартість майна підприємства за ціною можливої реалізації.

У свою чергу можливість отримання прибутку безпосередньо залежить від того, чи буде працювати підприємство в майбутньому або воно буде ліквідовано внаслідок стійкої неплатоспроможності. Тому інвестор, купуючи акції неплатоспроможного підприємства, ризикує залишитися без прибутку, яку ми позначили як прибуток наведену. Отже, оцінюючи можливості отримання прибутку з метою розрахунку внутрішньої вартості підприємства необхідно величину Пр.прів скорегувати на ймовірність її отримання.

В якості коефіцієнта коригування можна використовувати відношення показника платоспроможності на підприємстві склалася в момент аналізу до його нормативного значення. При цьому щоб не вводити в оману, значення цього коефіцієнта коригування не повинно перевищувати 1. Це означає, що для цілей даного розрахунку величина показника платоспроможності на підприємстві береться в межах нормативного значення, тобто не більше його. Як показник платоспроможності пропонується використовувати коефіцієнт поточної ліквідності.

КТлнорм = 8031 / 8259 = 0,972

 Кфтризику = ктлтек. / КТЛнорм = 0,972 / 2 = 0,486

де

Кфтризику — коефіцієнт інвестиційного ризику;

КТлпот. — коефіцієнт поточної ліквідності на підприємстві в межах нормативного значення;

КТлнорм.- нормативне значення коефіцієнта поточної ліквідності. Таким чином, збираючи докупи всі можливі коригування величини прибутку, отримуємо прибуток, наведену у вигляді:

ПРприв = RСК \* CK + 2d \* (Рез1 + Рез2)) \* Кфтризику \* ЗД = 18810 \* (6,98 + 0,6 \*1,7) \* 0,486 =2267 тис. грн.

Отже, внутрішню вартість майна можливо означити як:

ВН.СТ.П = ст.им. + СК \* (R'Ck + 2d \* (Рез2 + Кфтризику - (КЗ +Проц.прив)

ВН.СТ.П = СТ.ім. + Пр.прив. - (КЗ + Проц.прив ) = 27069 + 2267 - 8259 = 21077 тис. грн.

Далі розрахуємо коефіцієнт інвестиційної привабливості:

$К\_{фт.привл}=\frac{\left[Ст.ім-\left(КЗ+П\_{проц. прив}\right)+СК\*\left(R\_{ск}+2d\*\left(Р\_{ез}^{1}+Р\_{ез}^{2}\right)\right)\*К\_{фт. ризику}\right]}{Рин.ст.\left(Уст.ст.\right)} $(2.8)

Кфт.привл. — коефіцієнт інвестиційної привабливості;

Ст.ім. - вартість майна;

Проц.прив — відсотки за кредиторською заборгованістю наведені;

КЗ — кредиторська заборгованість;

СК — величина власного капіталу;

R'Ck — рентабельність власного капіталу в момент аналізу;

d — частка придбаного капіталу підприємства;

Рез1, Рез2 - резерви, що мобілізуються при оптимальному співвідношенні комерційної маржі і коефіцієнта трансформації і позикових коштів відповідно.

Кфт.ризику — коефіцієнт інвестиційного ризику;

Рин.ст. — ринкова вартість підприємства;

Уст.ст. — статутна вартість підприємства.

Оскільки дане підприємство не є акціонерним товариством, і його капітал не котирується на біржі, то візьмемо в якості ринкової вартості статутну. Уст.ст. = 16035 тис. грн.

 Кфт = 21077 / 16035 = 1,31 або 131 %

Таким чином, вийшов коефіцієнт інвестиційної привабливості підприємства, який відображає сьогоднішню прибутковість вкладення. Відповідно до цього методу, ми маємо, що підприємство ТОВ «Дивосвіт» - Сєвєродонецьк», м. Сєвєродонецьк привабливо для інвестицій.

Разом з тим необхідно відзначити, що дана методика не може дати, в кінцевому рахунку, абсолютно точного і вірного відповіді на питання яке ж підприємство найпривабливіше в інвестиційному плані. Основним недоліком її, як, мабуть, і багатьох інших методик, є неможливість передбачити кардинальні зміни в економічній системі країни. Вона може давати обґрунтовані відповіді лише в стабільних і практично не змінюються. В умовах, коли екстраполяція сьогоднішніх показників на майбутнє не буде містити істотної помилки.

Висновки до другого розділу

Другий розділ магістерської роботи присвячено вивченню економічним показникам та індикаторам інвестиційної привабливості. Було встановлено, що для підготовки і реалізації дієвої інвестиційної політики необхідні чітке і однозначне визначення критеріїв оцінки інвестиційної ситуації в країні та її регіонах, розробка методичного апарату, адекватного економічним реаліям, і його послідовне застосування. Згідно найбільш загальним визначенням, "інвестиції кошти, вкладені з метою отримання подальшого результату прибутку і доходу як найважливіших критеріїв результативності операційної, фінансової та інвестиційної діяльності господарюючих суб'єктів ринкової економіки.

Рівень інвестиційної привабливості підприємства складається з двох компонентів рівня інвестиційного потенціалу та рівня неспецифічних (некомерційних) інвестиційних ризиків. Зміст інвестиційного потенціалу, який формується низкою економічних, соціальних і природно-географічних чинників, не викликає особливих питань. Цього не можна сказати про інвестиційні ризики. У загальному вигляді інвестиційні ризики можна визначити як можливість або ймовірність повного або часткового неотримання результатів здійснення інвестицій, що плануються учасниками інвестиційного проекту.

Сукупність інвестиційної привабливості та інвестиційної активності становить інвестиційний клімат на підприємстві.

До складу приводяться приватних показників, які безпосередньо і в найбільшій мірі (за даними кореляційного аналізу) формують інвестиційну активність підприємства (іншими словами несучі максимальну факторну навантаження), включаються лише значущі чинники. Перелік таких показників може змінюватися внаслідок переходу підприємства в інший етап розвитку.

РОЗДІЛ 3

КРЕДИТУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ, ЯК ФОРМА РЕАЛІЗАЦІЇ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

3.1 Моделювання системи інвестиційного кредитування підприємств на шляху підвищення його інвестиційної привабливості

Необхідною компонентом інвестиційної діяльності є процес акумулювання необхідних коштів, для фінансування капіталовкладень. Природний стан обмеженості внутрішніх власних коштів підприємства вимагає залучення додаткових (зовнішніх) коштів фінансування у вигляді кредитів і позик. Інвестиційне кредитування - це перспективний напрям діяльності банків, головне завдання якого - виділення фінансових ресурсів на становлення і розвиток виробництва.

Вирішуючи проблеми інвестиційного кредитування, як реального сектора економіки переслідується дві мети: стабілізація банківської системи в сфері раціонального розміщення фінансових ресурсів і підйом економіки через зміцнення позицій комерційних банків і виробничих підприємств малого і середнього бізнесу (за рахунок залучення кредитних ресурсів).

Хочеться підкреслити, що інвестиційне кредитування підприємств малого та середнього бізнесу - це дуже перспективний напрямок, як для банківської системи, так і для економіки України в цілому.

Перевага кредитного методу фінансування капіталовкладень в порівнянні з бюджетним визначено в першу чергу з поверненням коштів. Це передбачає взаємозв'язок між фактичною окупністю капітальних витрат і поверненням кредиту в терміни, встановлені відповідно до укладеного договору. У процесі видачі позики позичальник оформляє зобов'язання про погашення позики за пред'явленням. Після затвердження акту приймання в експлуатацію або впровадження заходу, що кредитується в виробництво заборгованість за виданою позикою оформляють зобов'язаннями на конкретні місячні або квартальні терміни погашення в 108 межах періоду, на який виданий кредит. Терміни визначаються виходячи з окупності капітальних витрат, фінансової стійкості та платоспроможності позичальника, кредитного ризику та ін. В разі недотримання термінів будівництва і неефективного використання виданого кредиту банк може застосовувати до позичальника економічних санкцій, обумовлені в кредитному договорі.

В основу реалізації ефективного механізму кредитування інвестиційних проектів повинні бути покладені п'ять напрямків діяльності (рис. 3.1).

Аналіз бізнес – планів реалізації інвестиційних проектів

**1**

Дослідження промислового підприємства, що реалізує інвестиційний проект

**2**

Аналіз стану банків партнерів

**3**

Розробка схем інвестиційного кредитування підприємства

**4**

Правове забезпечення інвестиційного кредитування

**5**

**Механізм інвестиційного кредитування підприємств**

Рис. 3.1 Блок-схема функціонування банківського механізму інвестиційного кредитування підприємств

Блок 1. Аналіз якості бізнес-планів реалізації інвестиційних проектів і попередня оцінка доцільності участі в їх кредитуванні. А саме бізнес-план повинен бути якісно підготовленим, і реалізація даного інвестиційного проекту повинна зацікавити комерційний банк на предмет можливості і доцільності виділення інвестиційного кредиту.

Блок 2. Обстеження підприємства, що реалізує інвестиційний проект, співробітниками комерційного банку.

Блок 3. Аналіз стану банків-партнерів. Зовнішні ризики комерційного банку, що займається інвестиційним кредитуванням, викликаються не тільки підприємством, що реалізовує проект, а й можливими партнерами по бізнесу.

Комерційні банки, які займаються інвестиційним кредитуванням, повинні постійно і уважно вивчати і аналізувати стан банків-партнерів як тих, з ким уже йде спільна робота, так і тим, які є потенційними партнерами.

Блок 4. Розробка банком оптимальної схеми кредитування інвестиційного проекту

Для вирішення даного завдання знадобляться: результати аналізу бізнес-плану реалізації інвестиційного проекту; матеріали проведеного обстеження підприємства і дані про якість функціонування банків-партнерів.

Фактично у банку тепер є вся необхідна інформація для оцінки інвестиційної кредитоспроможності підприємства і уявлення про якість функціонування партнерів. Для прийняття конкретних рішень які суми, на які терміни, в якому вигляді і на яких умовах банк може надати - йому необхідно керуватися заздалегідь продуманою стратегією виходячи з «дерева цілей» і системи планів комерційного банку. В тактичному плані основні типові рішення можуть бути передбачені в кредитній політиці банку для періоду, що відповідає терміну кредитування даного проекту.

Блок 5. Правове забезпечення інвестиційного кредитування.

При проектному кредитуванні інвестиційний проект і бізнес-план його практичної реалізації повинні бути настільки якісно підготовленими, що самі можуть бути непоганим забезпеченням наданих кредитів.

При реалізації інвестиційного кредитування підприємств не тільки підвищується ризик надання позик, але і різко зростають вимоги до кредиту.

Залучення позикових коштів, для реалізації проекту нерідко підвищує рентабельність власного капіталу, вкладеного в нього. Однак це можливо в тому випадку, якщо прибутковість інвестицій вище «ціни кредиту» (ставки відсотка за кредит).

Низька процентна ставка, характерна для м'якої кредитно-грошової політики держави призводить до збільшення інвестицій, а значить, і до розширення виробництва, і, навпаки, висока процентна ставка стримує капітальні вкладення в реальний сектор економіки. Ця регулююча функція процентної ставки реалізується через розподіл грошового і не грошового (фізичного) капіталу серед різних компаній та інвестиційних об'єктів. Відсоткова ставка розподіляє інвестиції між тими об'єктами, які мають рентабельність більшу, ніж використовувана для розрахунків процентна ставка. У цьому випадку з'являється реальна можливість покрити фінансові витрати, пов'язані із залученням зовнішнього фінансування. При цьому процентна ставка за позиковими коштами, як правило, вже враховує релевантну ступінь невизначеності отримання очікуваних результатів (поправку на ризик) і прогнозований рівень інфляції.

Залежність між рівнем інвестицій і величиною процентної ставки є не просто теоретичною гіпотезою. Цей взаємозв'язок визначається об'єктивними законами функціонування ринкової економіки. Однак існує проблема точного визначення кількісної залежності між динамікою інвестицій і ставкою відсотка, коли відбувається значне підвищення ставки рефінансування, а саме з цим фінансовим показником пов'язують зміни ціни інвестиційних кредитів, які виступають найважливішими джерелами коштів фінансування капіталовкладень. Збільшення ставки рефінансування на один процентний пункт призводить до зниження темпів інвестицій в основний капітал приблизно на 0,3 процентного пункту.

Щоб забезпечити стійкий темп приросту капіталовкладень в розмірі 5% на рік, необхідно крім інших умов (прийняття законодавчих актів, що захищають права інвесторів; політична стабільність; низький рівень інфляції і відсутність її зростання взагалі) стабільне утримання ставки рефінансування не вище рівня 20% річних [22 , с. 6].

Для активізації інвестиційної активності банків доцільно:

подальше зниження облікової ставки НБУ;

зниження прибутковості вкладень в державні боргові зобов'язання;

стабілізація ситуації на ринку міжбанківських кредитів;

посилення внутрішньої стійкості комерційних банків;

розвиток міжбанківського кредитування великих інвестиційних проектів з метою розподілу кредитних потенційних ризиків між кількома кредиторами.

Щоб на реалізацію інвестиційного проекту можна було мобілізувати достатні фінансові ресурси то і сам проект, і підприємство повинні бути інвестиційно привабливі з фінансової точки зору. Інвестори вважають за краще фінансувати проекти за допомогою позикових коштів при отриманні порівняно дешевих кредитів. Як власні, так і позикові інвестиційні ресурси повинні забезпечувати підприємству економічну віддачу (майбутній грошовий потік), що перевищує вартість їх залучення з фондового або кредитного ринку.

Для фінансування інвестиційних проектів можуть надаватися середньострокові або довгострокові позики. До середньострокових позиках зазвичай ставляться позички, видані на термін 5 років. Позики, надані на термін понад 5 років, відносяться до довгострокових.

Довгострокові кредити комерційних банків доцільно направляти в реальні і швидко реалізованих проекти з високою нормою прибутковості інвестицій. Довгострокові кредити банків підвищують відповідальність позичальників за раціональне використання фінансових ресурсів завдяки зворотності і платності позикових коштів.

Для оформлення інвестиційного кредиту, позичальник надає ліквідне забезпечення, достатню для покриття всієї суми основного боргу, відсотків та інших платежів по кредиту. Майно, що є предметом застави (крім цінних паперів та товарів в обороті) має бути застраховане. На основі проведеного аналізу пакета документів наданого для отримання кредиту, результатів експертиз і перевірок, іншими словами, після визначення інвестиційної привабливості підприємства, комерційні банки, які мають досить великим власним капіталом, можуть надавати позичальникам тривалі і ризикові кредити на термін більше одного року. Такі кредити зазвичай пов'язані із здійсненням капітальних вкладень підприємств по будівництву, розширенню, реконструкції і технічного переоснащення об'єктів виробничого призначення, створення науково-технічної продукції та інших об'єктів власності.

Кожен платіж по кредиту на інвестиційний проект складається з двох компонентів:

відшкодування основної суми інвестиційного кредиту;

повернення відсотків за користування інвестиційним кредитом. Інвестиційні кредити в даний час використовуються з різними умовами платежу:

рівномірними платіжками протягом усього терміну амортизації кредиту;

плаваючою ставкою, тобто ставка відсотка за користування кредитом змінюється відповідно до зміни ставки рефінансування;

зростаючими платіжками, тобто процентні платежі постійні або плаваючі, а амортизація основного боргу збільшується.

Ключовим питанням створення умов для залучення кредитних ресурсів в сферу інвестиційного кредитування є процедура видачі кредитів на інвестиційні проекти, правил оцінки платоспроможності позичальника та обслуговування кредитів, оцінки інвестиційної привабливості, а також фінансових інструментів для залучення коштів.

Інвестиційна привабливість характеризується наявними у фірми активами, власним капіталом, вартістю і резервами. В рамках обліку за ціною заміщення баланс не відображає поточного фінансового становища, так як в будь-якій версії обліку за ціною заміщення величини, присвоєні активів, не є грошовим еквівалентом наявних активів.

Інвестиційний кредит і відсотки по ньому виплачуються у формі щомісячного платежу, розрахованого за формулою аннуітетних платежів. При цьому щомісячний платіж включає повний платіж за відсотками, що нараховуються на невиплачену частину кредиту, а також частина самого основного боргу по кредиту, що розраховується таким чином, щоб всі щомісячні платежі при фіксованій процентній ставці були рівними на весь період кредитування. Це зручно, як для позичальника, він може планувати, так і для фінансових організацій, що надають кредит.

Використання принципів індикативного планування і прогнозування в системі інвестиційного кредитування будівельних підприємств передбачає врахування взаємодії факторів і їхнього впливу на ситуацію в будівництві в наступні періоди. З урахуванням мінливої ролі і місця планових методів в економічному механізмі, нових підходів до принципів їх впливу на будівельну індустрію, повинна формуватися система планування, що відповідає сучасному етапу виробничих відносин в будівництві. Системі ринкових відносин відповідають індикативні форми і методи планування, при яких використовуються «м'які» форми впливу, механізми непрямого впливу на планований об'єкт.

Сутність індикативного планування полягає в рекомендаційному, характері його показників, добровільності вибору будівельними компаніями пропонованих варіантів залучення коштів для вирішення інвестиційних проектів в даній галузі, або навпаки вибір кредитної організацією найбільш інвестиційно привабливою будівельної компанії для фінансування її інвестиційних проектів.

Перш за все в сферу планування повинні включатися економічні важелі впливу на кредитора, позичальника, на інвестиційний ринок. При цьому в систему показників індикативних планів повинні бути обов'язково включені: середньорічні показники інвестиційної привабливості підприємства, рівні процентних ставок за середньостроковими і довгостроковими кредитами, показники терміну окупності і платоспроможності. Поряд з цим для прийняття вірних рішень про вигідні капіталовкладення в інвестиційні проекти необхідно як оперативне прогнозування, так і більш довгострокове (на випадок надання довгострокових позик). Найбільш же доцільним є орієнтування на період розробки середньострокових прогнозів, тобто на З5 років (в разі надання середньострокових кредитів).

Індикативне планування є одним з найважливіших компонентів, який спрямований на підвищення ефективності інвестиційного кредитування проектів будівельної індустрії, передбачає і прогнозує нові тенденції даного напрямку, які слід очікувати в майбутньому періоді. У зв'язку з цим в роботі запропонована модель інвестиційного кредитування будівельних компаній з урахуванням показників, які беруть участь в індикативному плануванні.

При прогнозуванні фінансування інвестиційних проектів за рахунок банківських позик необхідно використовувати такі правила: проекти з терміном окупності, меншому, ніж встановлений інвесторами нормативний проміжок часу, приймаються; з великим терміном окупності - відкидаються; з кількох взаємовиключних проектів слід приймати проект з меншим значенням терміну окупності.

Середнестроковіі кредити терміном до 5 років

Довгостроковіі кредити терміном понад 5 років

**Грошевий потік в інвестиційний проект**

Кредитування інвестиційних проектів

Показники, які впливають на надання інвестиційних проектів

Внутрішня норма рентабельності

(IRR)

Коефіцієнт співвідношення власного та позикового капіталу

(Квп)

Середнерічні показники інвестиційної привабливості

(Кі прив)

Показник терміну окупності

(PB)

Індекс рентабельності інвестицій

(PI)

Чиста поточна вартість

(NPV)

Показник платоспроможності

(PL)

Рис. 3.2 Модель інвестиційного кредитування проектів з урахуванням показників беруть участь в індикативний плануванні

Згідно запропонованої моделі (рис. 3.2) проведено прогноз руху коштів, що надійшли із зовнішніх джерел на фінансування інвестиційних проектів терміном на 5 років. Фінансування проектів здійснюється за рахунок банківської позики в розмірі під 18% річних. Пропонується два варіанти, що вимагають рівних стартових капіталовкладень (2400 тис. грн.).

Аналіз даних дозволив зробити наступні висновки:

При першому варіанті найкращий показник NPV = 809,6 тис. грн. належить підприємству ТОВ «Дивосвіт» - Сєвєродонецьк», м. Сєвєродонецьк , при цьому і коефіцієнт інвестиційної привабливості більше, у даного підприємства. Отже, прийняття проекту на даному підприємстві обіцяє найбільший приріст капіталу.

При другому варіанті в якості нормативного проміжку часу може виступати термін повернення основної суми боргу і процентної суми, встановлений банком за виданим комерційної організації інвестиційному кредиту. Реалізація інвестиційного проекту може бути здійснена за умови отримання цільового кредиту, термін погашення якого настане через 5 років. У разі, якщо розрахунковий термін окупності інвестиційного проекту дорівнює 1,79 року, то можна припустити, що, за цих умов фінансування даний варіант капіталовкладень економічно доцільний.

Використання показника терміну окупності в прогнозуванні та оцінки ефективності середньострокового кредитування інвестиційних проектів, на наш погляд, обумовлено наступними його позитивними якостями: легкість розрахунку, достатня простота для розуміння і прийнятність в якості суб'єктивного критерію в оцінці проектного ризику (при великому терміні окупності можна говорити про значну ступеня невизначеності отримання очікуваних інвестиційних результатів, в той час як окупність проекту в короткостроковому періоді свідчить про відносно низькому рівні ризику).

Таблиця 3.1

Прогноз доцільності надання інвестиційних кредитів будівельним компаніям

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|

|  |  |
| --- | --- |
| Період часу  | Початкові інвестиційні витрати (-) і чисті грошові потоки тис. грн. |
| Початковий період 0 | -2400 |
| год |  |
| 2 год | 200 |
| З год | 500 |
| 4 год | 2400 |
| 5 год | 2500 |
| Показники |  |
| NPV (чиста поточна вартість) | 809,6 |
| РГ (індекс рентабельності інвестицій) | 1,337 |
| норма рентабельності) |  |
| РВ (показник терміну окупності) | 2,33 року |
| Кі приваб. (коефіцієнт інвестиційної привабливості) | 1,31 |

 |

Однак, незважаючи на переваги даного показника, він має ряд серйозних недоліків, які не можна не враховувати.

По-перше, термін окупності ігнорує тимчасову цінність грошових вкладень. Іншими словами, РВ оцінює по однаковій вартості грошовий потік, вироблений в кінці терміну окупності і вироблений в початкових періодах реалізації проекту.

По-друге, даний показник ігнорує грошові потоки по ту сторону терміну окупності, що може привести до недооцінки привабливості будь-якої інвестиції.

По-третє, термін окупності на відміну від показника NPV має властивість адитивності, тобто показник терміну окупності різних проектів можна підсумовувати. Деякі слабкі сторони даного показника усуваються застосуванням на практиці показника дисконтованого терміну окупності. В цьому випадку знаходиться період, в якому поточна вартість чистих грошових потоків дорівнюватиме початковим інвестиційних витрат. Беручи до уваги фактор часу, показник дисконтованого терміну окупності завжди буде більше, ніж показник терміну окупності.

Слід зазначити, що показник NPV може бути використаний не тільки для порівняльної оцінки ефективності проектів на попередньому етапі їх розгляду, але і як критерій їх подальшої реалізації. Проекти, за якими NPV є негативною величиною або дорівнює нулю, неприйнятні для інвестора, так як не принесуть йому додаткового доходу на вкладений капітал. Проекти з позитивним значенням даної величини (NPV > 0) дозволяють збільшити спочатку авансований капітал інвестора. Важливою перевагою NPV є те, що цей показник для різних проектів можна підсумовувати. Дана властивість позитивно і виділяє цей критерій із усіх інших, що дозволяє використовувати його в якості основного при аналізі оптимальності інвестиційного портфеля будь-якого підприємства.

Ще одна з переваг показника чистої поточної вартості полягає в тому, що даний показник характеризує прогнозовану величину приросту капіталу підприємства у разі реалізації пропонованого інвестиційного проекту. Тому перевагу необхідно віддавати показником чистої поточної вартості (NPV).

Отже, перший прогнозний варіант по чистої поточної вартості ефективніше другого - за терміном окупності.

Наступне питання нашого дослідження відноситься до процентних платіжках по інвестиційному кредиту, а саме можливості або неможливості їх капіталізації.

Так як гроші є оборотним активом, то відсоток за користування грошовими коштами є винагородою за відносне використання ліквідних коштів. В даному випадку діє теорія переваги ліквідності, яка тісно взаємопов'язана з теорією переваги поточних потреб, згідно з якою підвищення рівня споживання в майбутньому відбувається завдяки процентних доходів.

Професори Е.С. Хендріксен і М.В. Ван Бреда розглянули цікавий приклад капіталізації відсотків по корпорації Georgia Pacifrc Fooduote, яка чисті операційні витрати по новим будівельним проектам на їх підготовчої стадії переносити на майбутні звітні періоди і амортизує їх протягом 5 років. Капіталізація відсотків корпорацією по даному проекту здійснюється в разі, коли час будівництва визначено і мають місце суттєві витрати. Цей відсоток нараховується на майно, будівлі та обладнання і амортизується протягом терміну експлуатації даних об'єктів, для того щоб правильно провести співвідношення витрат з доходами від використання коштів.

З питання доцільності капіталізації відсотків при будівництві з використанням кредитів і до введення активів в експлуатацію існують різні точки зору:

відсотки не капіталізувати;

капіталізувати відсотки, які фактично сплачені за цільові кредити;

капіталізувати всі відсотки за позикового капталу незалежно від цілей використання;

капіталізувати відсотки за всіма вкладеними коштами, незалежно від того, позикові вони або отримані з власних джерел; належні за довгостроковими кредитами і позиками відсотки не капіталізувати; належні за короткостроковими кредитами і позиками відсотки не капіталізувати;

включення в собівартість фактичної суми відсотків, але не більше загальної суми з власного і позикового капіталів;

Нами проведено дослідження економічної доцільності капіталізації відсотків по інвестиційному кредиту (таблиця 3.2).

Таблиця 3.2

Економічне обґрунтування доцільності капіталізації відсотків з інвестиційного кредитування

|  |  |
| --- | --- |
| Доводи щодо включення відсотків до собівартості капітальних вкладень | Доводи по недоцільність капіталізації відсотків |
| 1. Сплачений відсоток за залучення у виробництво капіталу формує собівартість продукції.  | 1. Відсотки мають відношення до фінансових результатів, а не до витрат. |
| 2. Нараховані відсотки формують собівартість інвестиційних проектів і є нереалізованою прибутком.  | 2. Відстрочка фінансових витрат може привести до завищення суми поточного доходу. |
| 3. Сума відсотка вдає із себе, витрати і відображає суму витрат, яку можна уникнути, якщо перейти власне фінансування проекту.  | 3. При відсутності в поточному періоді прибутку відстрочка фінансових витрат може привести заниження фактичних збитків. |
| 4. порівняння фактичних відсотків за кредит з можливими з усієї суми джерел, як власних, так і позикових коштів.  | 4. 3атрати на відсотки не мають місця в разі достатності власного капіталу. |
| 5. капіталізується відсоток трактується як витрата підприємства.  | 5. Розмір відсотків суб'єктивний, тому їх реалізація сумнівна. |
| 6. В разі значних витрат за відсотками і певної тривалості реалізації проекту, можливо визначення реальної вартості проекту.  | 6. Співвідношення між власним і позиковим капіталом залежить від фінансової стійкості фірми, носить суб'єктивний характер, рівень відсотків підданий коливанням, тому можливість їх реалізації невизначена. |
| 7. Підприємство не може отримати прибуток відповідно до принципу на вкладені кошти до закінчення проекту.  | 7. Невизначеність і значні коливання поточної дисконтованої оцінки основних засобів в залежності від передбачуваного рівня інфляції. |
| 8. Так як показник рентабельностімає відношення до основних засобів в експлуатації, то і нарахований відсоток не можна відносити по об'єктах інвестиційного проекту.  | 8. Неможливо довести, що ціна інвестиційного проекту залежить від суми сплачених відсотків. |
|  | 9. Несумісність оцінок часткових активів, з різною структурою власного і позикового капіталу. |

Згідно з проведеним дослідженням, економічно більш доцільно включати відсотки за інвестиційними кредитами в собівартість інвестиційного проекту, тому що відсотки формують собівартість проекту, є нереалізованою прибутком, заміщають власне фінансування, є витратами підприємства, відповідають принципу відповідності витрат майбутнього прибутку, формують реальну вартість проекту. Відсотки, сплачені по кредиту, точно ідентифіковані та визначено, що є ще одним доказом того, що вони повинні бути включені до складу собівартості проекту.

Однак при проведенні аналізу встановлено 9 доводів на користь відображення відсотків у складі фінансових результатів.

Однією з важливих проблем інвестиційного кредитування є визначення його ефективності з точки зору співвідношення між власним і позиковим капіталом. З точки зору професора Сєрова В.М., якщо частка кредиту перевищить 30% від загальної суми інвестиційних коштів, то при зазначених умовах інвестор не зможе повернути кредит банку [47, с. 13].

Але ці твердження в достатній мірі не обґрунтовані, тому що необхідно враховувати ефект фінансового важеля. Ефект фінансового важеля - концепція, згідно з якою позиковий капітал використовується для зменшення розмірів власного капіталу, необхідного для даних інвестицій, з метою збільшення таким чином прибутковості [50, с. 71].

Як випливає з даних таблиці 3.3 ефект фінансового важеля (ЕФВ) досягається за рахунок того, що до норми прибутку на власний капітал приєднується прибуток, отриманий завдяки використанню позикових коштів, не дивлячись на їх платність.

Розглянуті п'ять варіантів важелів впливів на прибутковість інвестицій (таблиця 3.3) дозволяють зробити висновок, що використання важеля, створює всі передумови для визначення реальної рентабельності вкладень власного капіталу (в прикладі ЕФР коливається від + 44,4% до - 57,1%). А саме при позитивному значенні ЕФР (Ра > СП) підприємство має надбавку до рентабельності власних коштів, при негативному значенні ЕФР (Ра < СП) відрахування з прибутковості власних коштів, тобто отриманий банківський кредит використаний неефективно.

Таблиця 3.3

Розрахунок ефекту фінансового важеля

|  |  |
| --- | --- |
|  | Дохідність інвестиційних проектів |
| Без важеля  | Позитивний важіль | Негативний важіль | Позитивний ризикової важіль | Позитивний ризикової важіль |
| Період інвестиційного кредитування | 5 років | 5 років | 5 років | 5 років | 5 років |
| Власний каптал, тис. грн. | 200 | 180 | 140 | 180 | 140 |
| Інвестиційний кредит, тис. грн. | - | 20 | 60 | 20 | 60 |
| Ціна інвестиційного тис. грн. | 250 | 250 | 250 | 300 | 180 |
| Приріст капіталу, тис. грн. | +50 |  |  | + 100 | -20 |
| Сума відсотків з 20% річних, тис. грн. | - | 20 | 60 | 20 | 60 |
| Чистий фінансовий результат, тис. грн. | +50 | +30 | -10 | +80 | -80 |
| Прибутковість власного капіталу,% (розрахунок) | +25% | +16,7% | -7,14% | +44,4% | -57,1% |

Але необхідно відзначити, яким б не був результат, кредит завжди пов'язаний зі значним ризиком.

Можливість стабільного утримання ставки рефінансування, капіталізація відсотків за використання інвестиційних кредитів, використання фінансового важеля в інвестиційному кредитуванні створюють необхідні передумови і умови вдосконалення інвестиційних взаємин в економіці країни.

3.2 Оптимізація механізму використання похідних звітних даних в умовах інвестиційного кредитування

Наявність достатніх інвестиційних ресурсів та їх раціональне використання є довгостроковим чинником розвитку національної економіки. Система інвестиційного кредитування, створювана в Україні, включає кілька варіантів організації взаємин між контрагентами. Для фінансового забезпечення перспективних проектів можуть бути використані наступні сім джерел фінансування:

власні фінансові ресурси і внутрішньогосподарські резерви інвесторів (чистий прибуток, амортизаційні відрахування, кошти, які виплачуються органами страхування і т.д.);

позикові кошти (банківські кредити, облігаційні позики і т.д.);

залучені кошти (кошти, отримані від емісії акцій, пайові та інші внески юридичних і фізичних осіб до статутного капіталу);

грошові кошти, що акумулюють добровільні спілки підприємств і фінансово-промисловими групами, а також мобілізуються забудовниками в порядку пайової участі в будівництві об'єктів; кошти федерального бюджету, що надаються на безоплатній і платній основі, а також кошти бюджетів суб'єктів України;

кошти, що надаються іноземними інвесторами в формі кредитів, позик, внесків до статутних капіталів російських підприємств;

кредити і позики, надані Україні міжнародними фінансово-кредитними організаціями та іншими державами по гарантії уряду України.

Звичайно, жоден з перерахованих джерел не є єдино можливим і гарантованим для великих і середніх вкладень. Для багатьох проектів доцільно залучення комбінованих джерел фінансування. Інвестиційний процес 01ранічен головним чином простим відтворенням основного капіталу. Він передбачає відволікання значної частини валового внутрішнього продукту від поточного споживання на цілі накопичення. Інвестиційні ресурси виключаються з розширеного відтворення на весь період до введення в дію проектів.

Надалі вкладені кошти повертаються інвестору в процесі експлуатації об'єктів будівництва (за рахунок виручки від продажу товарів). Велика тривалість інвестиційного циклу і висока вартість споруджуваних об'єктів вимагають виділення спеціальних ресурсів (матеріалів, устаткування і т.п.), економічний оборот яких опосередковують грошові кошти. Кожна з вищевикладених схем передбачає участь багатьох контрагентів в операціях інвестиційного кредитування і банкрутство будь-якої ланки може призвести до значних втрат ресурсів. Тому однією з проблем інвестиційного кредитування є процес відстеження вартості чистих активів та її зміни за певний період.

Багатство, добробут - це вартість активів, що належать особі або групі осіб. Економічна наука почалася з вивчення природи багатства (наприклад, праця Адама Сміта «Багатство народів») і того, як воно змінюється протягом даного періоду. Кейнсіанська теорія прагнула зробити основний упор на дохід, однак зараз вважається, що дохід лише впливає на поведінку індивідів, оскільки впливає на їхній добробут [15, с. 47-48].

Такий підхід визначення багатства заснований на показнику чистих активів як різниці між активами і зобов'язаннями.

Інший підхід базується на визначенні чистих пасивів, їх структури, тобто достатності капіталу. Цей показник є одним з головних чинників розвитку економіки. Він визначається від вартості активів, скоригованих на ризик.

Застосовуються найрізноманітніші методи визначення ринкової вартості власного капіталу:

метод визначення вартості власного капіталу;

метод дивідендів; - метод доходів;

метод оцінки ризику;

модель визначення ціни капітальних активів (САРМ);

метод доданої вартості акціонерного капіталу;

метод нульових похідних звітів; - метод органічних похідних звітів;

метод актуарних похідних звітів;

метод ліквідаційних балансів; комбіновані методи, наприклад, найменшою найбільшою з декількох можливих (RP - вартість для підприємства, NRV - ціна можливої реалізації, PV - поточна приведена вартість), що показано в таблиці 3.4.

Отже, при оцінці учасників інвестиційного кредитування необхідно розрізняти такі показники, як добробут і прибуток.

Добробут характеризується різними показниками чистих активів і чистих пасивів. Існує кілька рівнянь, що дозволяють визначити чисті активи виходячи з статичної та динамічної теорії (таблиця 3.4), де у всіх випадках чисті активи характеризують реальну вартість капіталу в певних умовах. Чиста вартість, це власний каптал, загальні активи мінус загальні зобов'язання.

Таблиця 3.4

Розрахунок вартості для підприємства

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Комбіновані методи вартості підприємства  | Можливі варіанти | Вартість підприємства з урахуванням можливих варіантів |
| Найменша з RP та PV | NPV > PV> NPV | RP |
| NPV > PV > PV | RP |
| PV > RP > NPV | RP |
| PV > NPV > RP | RP |
| Найбільша з RV та NRV | RP > PV > NPV | RV |
| RP > NPV > PV | NPV |

В кінцевому підсумку, різниця між добробутом і прибутком може бути представлена даними наступної схеми:

**Pt-1**

**P=D**

**Pt-l - добробут в момент t-l**

**Р - приріст добробуту за період t-l до t**

**Pt - добробут в момент t**

**D - прибуток**

Рис. 3.3 Сутність доходу і добробуту

Економічна концепція доходу більш абстрактна. Відповідно до неї дохід визначається як максимальна вартість, яку компанія може спожити за даний період часу, так, щоб в кінці періоду добробут було не нижче, ніж на початку. Таке історичне визначення доходу, дане економістом, лауреатом Нобелівської премії 1972 р Дж. Хіксом.

У всіх випадках організації інвестиційного кредитування, як в одиночних схемах джерел фінансування, так і в змішаних виникає проблема достовірності інформації, особливо щодо оцінки вартості. Складність проблеми визначається багатьма факторами:

1. Оцінка вартості підприємства визначається багатьма факторами і головне правильно визначити фінансові результати і ринкову вартість.

2. Чисті активи визначаються порівнянням активів до зобов'язань в різних оцінках: балансової, комерційної, заставної, поточної, ліквідаційної та ін. Найбільш широко застосовується версія обліку за поточною оцінкою.

Британський урядовий комітет з обліку в умовах інфляції, рекомендував в корені відмовитися при складанні фінансової звітності від традиційної вартості на користь «вартості для підприємства».

З. Чисті пасиви представляють джерела коштів в певній структурі (статутний капітал, резервний капітал, додатковий капітал, невикористана прибуток, нарощена вартість, отримані в результаті умовної реалізації активів і задоволення зобов'язань в ринкових цінах з урахуванням ризику втрати активів і задоволення зобов'язань).

Професор Я.В. Соколов підкреслював, що актуарними оцінками неодмінно має враховуватися знецінення майна. З цією метою договір страхування передбачає проведення через певний проміжок часу переоцінок. Незмінність же оцінок може обернутися для страхових організацій збитком, оскільки виплачується ними премія виявиться більше дійсної вартості майна.

Обидва ці показника визначаються в розрахунку на одну акцію учасника іпотечного ринку, хоча тут переважає показник чистих активів.

Вартість чистих активів розрахункова вартість кожної акції взаємного фонду, що представляє чисту ринкову вартість тих цінних паперів, які знаходяться в портфелі взаємного фонду.

4. Для визначення реальної ринкової вартості підприємства необхідно врахувати непередбачені активи і зобов'язання, умовні факти господарської діяльності та провести численні інші коригування.

Справа в тому, що баланс складається в облікових цінах початкової спрямованості і не всі чинники, крім того, враховані в ньому.

На думку ж професора Гарвардського університету Вільяма Ріплі, баланс подібний фотографічному знімку, що фіксує стан фірми в певний момент. Іноді баланс визначають як зіставлення коштів підприємства та їх поповнення через приріст.

Один з найстаріших підходів до трактування балансу полягає у використанні методу активи / кредиторська заборгованість, який являє собою перелік активів і кредиторської заборгованості фірми; різниця між ними становить залишковий капітал власників, утворюючи при цьому дві сторони балансу. Актив і пасив необхідно коригувати на численні фактори. До числа таких факторів, в умовах інвестиційного кредитування, можна віднести нижченаведені:

переоцінка окремих об'єктів основних засобів; коригування некомерційних активів на індекс зміни загального рівня цін; переоцінка багатьох об'єктів за ціною заміщення; постановка на облік умовних фактів господарської діяльності; уточнення вартості нематеріальних активів; відображення переоцінених пасивів і недооцінених активів;

облік ризиків втрати активів та незабезпечення зобов'язань; відображення по балансу застав і гарантій;

відображення по звітності похідних фінансових інструментів, відповідно до вимог міжнародних стандартів фінансової звітності;

коригування, спричинені зміною законодавства;

облік плати за землю.

5. Всім економістам добре відомо, що в тому вигляді, в якому представлені різного роду звітні форми, вони не можуть бути використані для цілей управління інвестиціями і прийняття рішень, і особливо в сфері оцінки вартості підприємства, так як баланс складений в історичних цінах.

Зворотна інформація, як правило, обмежена рамками, їй не вистачає повноти, часто відповідальні за її надання співробітники виявляються не в змозі вловити важливі зовнішньоекономічні або не піддаються кількісному вираженню факти. А тому менеджери витрачають багато часу на створення власних інформаційних систем, які враховували б все різноманіття контактів і даних будь-якого роду »[22, с. 62].

Такий інформаційною системою, що забезпечує отримання достовірної інформації, використовуваної в інвестиційному кредитуванні для визначення реальної ринкової конкурентоспроможності учасників (інвесторів, страховиків, банків, замовників, підрядників), є використання системи похідних звітних даних.

Вперше система похідних звітів була розроблена професором, доктором економічних наук В.І. Ткач, спираючись на постулат розрахунків, вводив в баланс крім активу і пасиву, ще й звіт про фінансові результати, називаючи його бюджет. Актив і пасив становили статику, бюджет - динаміку балансу.

Це була перша спроба часткового формування похідного звіту. Але питання використання похідних звітних даних в системі інвестиційного кредитування залишався як і раніше не розробленим.

В даний час в системі похідних звітів використовуються нульові, органічні, ліквідаційні і диференціальні звіти, складені відповідно до різних цінах (ринкових, ліквідаційних). Для цілей інвестиційного кредитування важливі заставна, ринкова і балансова вартість. Заставна вартість активів різного виду (житлових, адміністративних і складських будівель, запасів матеріально виробничих ресурсів, дебіторської заборгованості, нематеріальних активів і т.д.) за даними підприємств будівельної індустрії м Сєвєродонецька коливається від 3 до 65% їх ринкової вартості, а звідси складання актуарного похідного звіту дозволить визначити заставну ринкову вартість замовників, інвесторів, страховиків, банків та інших учасників процесу інвестиційного кредитування.

Використання актуарних похідних звітних даних в системі інвестиційного кредитування будівельних організацій створює певну стійкість інвестиційного кредитування, що дуже важливо для підприємств будівельної індустрії.

Так, наприклад, як що підприємство на 1 січня 2020 року мало чисті активи за балансовою вартістю в сумі 4218,0 тис. грн., А з урахуванням заставних оцінок в ринковій вартості - негативні чисті пасиви 746,0 тис. Грн. При отриманому від замовників фінансуванні на будівництво. Будівельна фірма ТОВ «Дивосвіт» - Сєвєродонецьк», м. Сєвєродонецьк м. Сєвєродонецьк на січень 2020 року відобразила в балансі чисті активи в сумі 8031 тис. грн., Ринкова заставна вартість яких становила негативну величину 8259,0 тис. грн. При отриманому від інвесторів фінансуванні на будівництво в сумі 1012,0 тис. грн.

В результаті використання актуарних звітних даних встановлено, що заставна ринкова вартість чистих активів склала негативну величину в сумі 746,0 тис. грн., А, отже, організація не цікава інвесторам для подальшої співпраці. ТОВ «Дивосвіт» - Сєвєродонецьк», м. Сєвєродонецьк за станом на 1 січня 2020 року мало чистих активів на суму 228,0 тис. грн. (8259,0 - 8031,0). Так як заставна ринкова вартість має позитивну величину, то інвесторам з даної будівельною фірмою варто продовжувати співпрацю.

Для складання актуарного похідного звіту необхідно відобразити продаж активів в заставної ринкової вартості, задовольнити зобов'язання, тобто умовно відзначити їх, і отриманий результат буде характеризувати заставну ринкову вартість чистих активів.

Використання актуарних похідних викладок забезпечить контроль за збереженням власності в будівництві в умовах використання системи інвестиційного кредитування.

Висновки до третього розділу

В третьому розділу магістерської роботи були досліджені питання оптимізації механізму використання похідних звітних даних в умовах інвестиційного кредитування.

Наявність достатніх інвестиційних ресурсів та їх раціональне використання є довгостроковим чинником розвитку національної економіки. Система інвестиційного кредитування, створювана в Україні, включає кілька варіантів організації взаємин між контрагентами. Для фінансового забезпечення перспективних проектів можуть бути використані наступні сім джерел фінансування:

власні фінансові ресурси і внутрішньогосподарські резерви інвесторів (чистий прибуток, амортизаційні відрахування, кошти, які виплачуються органами страхування і т.д.);

позикові кошти (банківські кредити, облігаційні позики і т.д.);

залучені кошти (кошти, отримані від емісії акцій, пайові та інші внески юридичних і фізичних осіб до статутного капіталу);

грошові кошти, що акумулюють добровільні спілки підприємств і фінансово-промисловими групами, а також мобілізуються забудовниками в порядку пайової участі в будівництві об'єктів; кошти федерального бюджету, що надаються на безоплатній і платній основі, а також кошти бюджетів суб'єктів України;

кошти, що надаються іноземними інвесторами в формі кредитів, позик, внесків до статутних капіталів російських підприємств;

кредити і позики, надані Україні міжнародними фінансово-кредитними організаціями та іншими державами по гарантії уряду України.

ВИСНОВКИ



В сучасних умовах традиційних підходів і прийомів, використовуваних при оцінці вартості підприємства і його інвестиційної привабливості, явно не вистачає. Це пов'язано з наростаючою конкуренцією в світових масштабах, глобальними економічними спадами. Виникає нагальна необхідність систематизації та розширення арсеналу аналітичних інструментів за допомогою, яких підприємства могли оцінювати вартість і інвестиційні потоки.

Питання оцінки вартості, інвестиційної привабливості та забезпечення інформаційної відкритості є на сучасному етапі невід'ємною частиною економічної політики і стратегії, не тільки на рівні підприємства, а й на державному рівні.

Проведення виваженої макроекономічної політики на рівні держави і політики на рівні конкретних підприємств, створення сприятливої кон'юнктури на світових ринках неможливо без застосування концепції стратегічної оцінки вартості. Концепція стратегічної оцінки вартості дозволяє формувати релевантну інформацію для оцінки інвестиційної привабливості підприємств. В процесі раціонального використання даної концепції на мікрорівні відбувається збільшення показників, що характеризують його вартість. На макрорівні це виражається в зростанні валового внутрішнього продукту.

Концепції вартісної оцінки підприємства виконує і соціальні функції шляхом реалізації стратегічного завдання соціально-економічного розвитку - забезпечення підвищення доходів на душу населення, зниження рівня бідності.

В даний час недостатня увага приділяється питанням інвестиційної привабливості підприємства, кредитування інвестиційних проектів на базі концепції вартісної оцінки підприємства. У Україні практично не використовується аналіз інвестиційної привабливості підприємства, заснований на оцінці її вартості.

Аналіз еволюції обліково-аналітичних теорій як найважливіших джерел для процесів оцінки вартості підприємства дозволив зробити висновок про те, що сучасний етап концепції інвестиційної привабливості підприємства в системі вартісної оцінки передбачає гармонізацію загальноприйнятою методологією звітності та трансформації звітності, в тому числі із застосуванням похідних звітних даних.

Для сучасних підприємств актуалізується проблема прийняття стратегічно і тактично вірних рішень по вартісній оцінці. Фаза життєвого циклу і здійснювані підприємством стратегії визначають базові вимоги до основних підходів до оцінки вартості підприємства, побудови системи інвестиційного потенціалу. Концепція стратегічної оцінки вартості підприємства є синтез фінансових потоків і використання інформаційних потоків про зовнішні чинники макросередовища.

Концепція стратегічної оцінки вартості, пропонована в роботі, включає в себе 3 взаємопов'язаних блоки:

блок - модулі, що містять відображення вартості на різних життєвих фазах підприємства;

блок - методологія, орієнтована на оцінку вартості бізнес-ліній і підприємства як єдиного майнового комплексу;

блок - облікові моделі оцінки вартості підприємства.

В роботі розроблена загальна модель оцінки вартості підприємства (модель 1-го рівня і моделі 2-го рівня):

модель оцінки вартості створюваного підприємства;

модель оцінки вартості діючого, або реорганізується;

модель оцінки вартості підприємства, що ліквідується.

Дані моделі припускають багатоваріантність, вибір конкретної моделі залежить від вибору параметрів моделі. Найбільш вичерпною є модель, заснована на даних стратегічної оцінки вартості, оскільки саме в ній, можливо врахувати невизначеність.

Стратегічна оцінка вартості підприємства дозволяє створити обліковий систему адекватну сучасним ринковим відносинам, по максимуму використовувати ресурси, якими володіє підприємство і є найважливішим інформаційним джерелом його інвестиційного потенціалу.

В ході дослідження було встановлено, що оцінка вартості підприємства має свою специфіку на різних фазах життєвого циклу підприємства і залежить від здійснюваних стратегій (загальних, конкурентних, диверсифікаційних, стратегій управління ризиком).

Оцінити вартість можна на основі системи показників. Найважливішими в даній системі є показники, що характеризують вартість підприємства. Ці показники можуть бути використані для розробки довгострокової стратегії, спрямованої на досягнення стійкого переваги перед конкурентами, встановлення корпоративного контролю, підвищення ефективності діяльності по підприємству.

Управління інвестиційними потоками на основі комерційного підходу оцінки вартості дозволяє здійснювати аналіз процесу створення вартості в розрізі окремих сегментів підприємства, ефективно управляти його портфелем, нарощуючи ринкову вартість підприємства.

Важливу роль у стратегічній оцінці вартості відводиться похідним звітними даними. В ході дослідження розглянуті різні види похідних звітних даних, які можуть використовуватися для оцінки вартості підприємства, оцінки перспектив його розвитку, прогнозування банкрутства. При побудові похідних звітів, на основі даних стратегічної оцінки вартості беруться до уваги фактори зовнішнього макросередовища. Концепція стратегічної оцінки вартості передбачає врахування невизначеності за допомогою різних методів: модель САРМ, метод оцінки ризику, метод доходів.

Для оцінки інвестиційної привабливості підприємства найбільш прийнятна обчислювальна процедура, яка дає формалізований, однозначну відповідь, а саме необхідно використовувати показник або сукупність показників, які давали б не приблизну оцінку явища, які не характер його зміни, а кількісно і точно оцінювали б його. Для цієї мети пропонується використовувати коефіцієнт - відносний показник, що характеризує відношення реальної (внутрішньої) вартості до ринкової.

Після формування «вузького списку» підприємств найбільш близьких до інвестиційної привабливості, здійснюється рейтингова оцінка (ранжування за рівнем зменшення інвестиційної привабливості) потрапили в нього підприємств. Рейтингова оцінка ґрунтується на виведенні якогось комплексного показника, який розраховується як сума зважених репрезентативних коефіцієнтів, що характеризують різні аспекти ефективності діяльності і стійкості фінансового стану підприємства. Істотний вплив на вибір ваг коефіцієнтів надають: характер кредитування і граничне обмеження по термінах окупності.

Складання рейтингу є завершенням проведення оцінки абсолютної і відносної інвестиційної привабливості підприємств.

Кінцевим результатом проведених розрахунків є визначення коефіцієнта інвестиційної привабливості підприємства в кількісному і формалізованому вигляді, що дозволяє порівнювати різні підприємства.

Вивчення рівня інформаційного забезпечення інвестиційних відносин в системі будівельного комплексу призвело до висновку, що для того, щоб прийняти рішення про кредитування інвестиційних проектів, необхідно розробити модель визначення інвестиційної привабливості підприємства та апробувати її на практиці. При цьому в основу методології розробки моделі дисертант взяла концепцію стратегічної оцінки вартості підприємства.

Розглядаючи сферу інвестиційного кредитування, стає зрозумілим, що релевантної інформації зовсім недостатньо, так як відсутні дані про ринкову вартість, ефективності інвестиційних проектів, і дані про інвестиційну привабливість, що в свою чергу не дозволяє оцінити ризики і їх наслідки.

Інвестиційний кредит і відсотки по ньому виплачуються у формі щомісячного платежу, розрахованого за формулою ануїтетних платежів. При цьому щомісячний платіж включає повний платіж за відсотками, що нараховуються на невиплачену частину кредиту, а також частина самого кредиту, що розраховується таким чином, щоб всі щомісячні платежі при фіксованій процентній ставці були рівними на весь кредитний період.

Відповідно до проведеного в роботі дослідженням, економічно більш доцільно включати відсотки за інвестиційними кредитами в собівартість інвестиційного проекту, так як відсотки формують вартість продукції, є нереалізованою прибутком, заміщають власне фінансування, є витратами фірми, відповідають принципу відповідності витрат майбутнього прибутку, формують реальну вартість об'єкта, що призводить до того, що вони можуть бути точно ідентифіковані як витрати, що формують собівартість інвестиційного проекту.

Така інформаційна система, забезпечує отримання достовірної інформацією, використовуваної в інвестиційному кредитуванні для визначення реальної ринкової конкурентоспроможності учасників (інвесторів, банків, замовників, підрядників).

Складання актуарного похідного балансового звіту передбачає умовну реалізацію активів з урахуванням заставної вартості та умовне задоволення зобов'язань. В результаті в активі актуарного балансу залишається однорідна грошова маса, а в пасиві - чисті пасиви, представлені дезінтегрованих чистими джерелами: статутний капітал; Резервний капітал; Додатковий капітал; вільний залишок прибутку; нарощена вартість. В даний час в системі похідних звітів використовуються нульові органічні, ліквідаційні і диференціальні звіти, складені відповідно до різних цінах.

Таким чином, використання актуарних похідних звітів дозволяє визначити реальний фінансовий стан учасників інвестиційного процесу, забезпечити контроль за збереженням власності в будівництві в умовах використання системи інвестиційного кредитування.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ