

УДК 336.6

*А. Ю. ГЕВОРКЯН, Е.С. ДРУГОВА, С. В. КЛЕПИКОВА***ФАКТОРИ, ЩО ВПЛИВАЮТЬ НА ВИЗНАЧЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ ТА ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ**

Запропоновано основні фактори, що впливають на оцінку вартості компанії, та на основі емпіричного дослідження визначено кореляційний зв'язок між значенням цих факторів та вартістю компаній металургійної галузі. Найбільш значущими фінансовими показниками було визначено рентабельність власного капіталу та темпи росту компанії. Найбільш значущими не фінансовими чинниками визначено якість управління підприємством та рівень ризику. Між значенням інвестиційної привабливості та ринковою вартістю підприємства та рентабельністю активів і ринковою часткою підприємства визначено кореляційний зв'язок середньої сили.

Ключові слова: фінансові фактори, інвестиційна привабливість, кореляційний зв'язок, вартість компанії, вагові коефіцієнти, інтегральний показник.

*А. Ю. ГЕВОРКЯН, Е.С. ДРУГОВА, С. В. КЛЕПИКОВА***ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА ОПРЕДЕЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ И СТОИМОСТЬ БИЗНЕСА**

Предложены основные факторы, влияющие на оценку стоимости компании, и на основе эмпирического исследования определены корреляционная связь между значением этих факторов и стоимостью компаний металлургической отрасли. Наиболее значимыми финансовыми показателями были определены рентабельность собственного капитала и темпы роста компании. Наиболее значимыми нефинансовыми факторами определено качество управления предприятием и уровень риска. Между значением инвестиционной привлекательности и рыночной стоимости предприятия и рентабельностью активов и рыночной долей предприятия определены корреляционная связь средней силы.

Ключевые слова: финансовые факторы, инвестиционная привлекательность, корреляционная связь, стоимость компании, весовые коэффициенты, интегральный показатель.

*А. GEVORKYAN, E. DRUGOVA, S. KLEPIKOVA***FACTORS AFFECTING THE DEFINITION OF INVESTMENT ATTRACTIVENESS AND BUSINESS VALUE**

It is revealed that the investment attractiveness of the company is affected by many financial and non-financial factors. However, the significance of each factor depends to a large extent on the industry in which the company operates. To determine the significance of each factor and the development of weighting factors, statistics were used for 4 companies in the metallurgy industry, shares of which are quoted on international stock exchanges for 2017, obtained from open sources. The main factors influencing the estimation of the company's value are determined, and on the basis of empirical research the correlation between the value of these factors and the value of the companies of the metallurgical industry is determined. The most significant financial indicators were determined by the return on equity and the growth rate of the company. The value of the correlation coefficient was 0.94 and 0.85, respectively. The most significant non-financial factors were the quality of enterprise management and the level of risk. In this case, the market valuation of the company is related to a direct correlation with the quality of management (0.82) and the inverse correlation relationship with the level of risk (-0.7). Between the value of investment attractiveness and the market value of the enterprise and the return on assets and the market share of the enterprise, correlation communication of average strength was determined - 0.54 and 0.36 respectively.

Keywords: financial factors, investment attractiveness, correlation, company value, weights, integral indicator.

Вступ. Перехід української економіки до ринкової ставить перед підприємствами нові проблеми і завдання. Одним з невід'ємних елементів такої ринкової економіки є фондовий ринок. Саме він регулює механізм перерозподілу інвестиційних потоків в напрямку найбільшої ефективності їх використання. Активний розвиток цієї сфери спонукає інвесторів шукати найкращі об'єкти для інвестицій за допомогою інвестиційної оцінки акцій.

Інвестиційна привабливість є однією з найважливіших характеристик підприємства, що зумовлює здатність компанії до зростання і є конкурентною перевагою. Тому менеджерам важливо переконати інвесторів у надійності та прибутковості вкладень саме в це підприємство. При цьому правильна оцінка компанії як об'єкта інвестицій дозволяє значно знизити підприємницький ризик у мінливих умовах сучасної економіки.

Аналіз останніх досліджень та літератури. Таким чином, актуальність теми викликана необхідністю розробити модифіковану методику оцінки бізнесу та інвестиційної оцінки, ґрунтуючись на якій можна було б впевнено приймати інвестиційні рішення.

Теоретичні та практичні аспекти аналізу оцінки бізнесу та управління інвестиційною привабливістю підприємств розглядалися в працях багатьох вітчизняних і зарубіжних авторів, серед яких є наступні: Пахомов В.А, Пилипенко О.І., Зайцева Н., Майорова Т.В, Измайлова К.В., Раздобреєва Г.А., Загорюлько А.А., Малова Т.Л., Селіверстова Л.С., Юфимчук С.В., Супрун С.Д., Дамодаран А., Модільяні Ф., Міллер М., Дональдсон Г. та інші.

Мета досліджень, постановка проблеми. Метою даної статті є розгляд та аналіз факторів, що впливають на визначення інвестиційної привабливості та вартості бізнесу.

© А. Ю. Геворкян, Е.С. Другова, С.В. Клепікова, 2018

Матеріали досліджень. Інвестиційна привабливість є однією з найважливіших характеристик підприємства, що зумовлює здатність компанії до зростання і є конкурентною перевагою. Тому менеджерам важливо переконати інвесторів у надійності та прибутковості вкладень саме в це підприємство. При цьому правильна оцінка вартості компанії як об'єкта інвестицій дозволяє значно знизити підприємницький ризик у мінливих умовах сучасної економіки.

У поточних умовах господарювання склалися три основні підходи до оцінки інвестиційної привабливості підприємства, які залежать від мети аналізу, специфіки галузі та компетенції фахівців: фундаментальний аналіз, технічний аналіз та оцінка вартості бізнесу.

На даний час не існує єдиного підходу до визначення інвестиційної привабливості підприємства на основі вартості бізнесу, який не мав би недоліків та задовольняв би всім вимогам. Кожен з перерахованих вище методів має свої переваги і недоліки, а також межу використання, тому з метою більш ефективної оцінки вартості бізнесу бажано використовувати їх одночасно. Чим більше підходів та методів буде використано в процесі оцінки, тим більше вірогідність того, що підсумкова величина буде об'єктивним відображенням інвестиційної привабливості та вартості підприємства.

Вартість, одержана за допомогою будь-яких моделей оцінки, залежить як від специфіки фірми, так і від інформації, що відноситься до всього ринку. Внаслідок цього вона буде змінюватися в міру появи нової інформації. При постійному потоці нової інформації, що надходить на фінансові ринки, оцінки у відношенні якої-небудь фірми швидко застарівають і підлягають оновленню з метою врахування нової інформації. Дана інформація може стосуватися лише певної фірми, ставитися до цілого сектору економіки або ж змінювати очікування щодо всіх фірм на ринку.

У результаті оцінювання вартості підприємства формується цільовий індикатор, що визначає прийняття управлінського фінансового рішення, а також устанавлення його основних параметрів. За цих умов адекватність оцінки вартості підприємства багато в чому визначатиме загальну ефективність виконання управлінських фінансових рішень та результативність фінансового менеджменту взагалі. Крім того, як свідчить досвід розвинутих країн, оцінювання вартості підприємства та його майна є складовим елементом обґрунтування корпоративної стратегії підприємства (зокрема, її фінансової складової) та формування передумов збереження конкурентоспроможності підприємства у короткостроковому та довгостроковому періодах. Інвестиційна вартість об'єкта оцінки визначається на основі індивідуальних вимог до інвестицій, тобто може бути неоднаковою для різних типів інвесторів.

Інвестиційна привабливість є однією з найважливіших характеристик підприємства, що зумовлює здатність компанії до зростання і є конкурентною перевагою. Тому менеджерам важливо переконати інвесторів у надійності та прибутковості вкладень саме в це підприємство. При цьому правильна

оцінка вартості компанії як об'єкта інвестицій дозволяє значно знизити підприємницький ризик у мінливих умовах сучасної економіки.

Вартість капіталу являє собою ціну, яку підприємство платить за його залучення із різних джерел. Концепція такої оцінки виходить з того, що капітал як один із важливих факторів виробництва має, як і інші його фактори, певну вартість, що формує рівень операційних та інвестиційних витрат підприємства. При цьому вона не зводиться тільки до визначення ціни залучення капіталу, а визначає цілий ряд напрямів господарської діяльності підприємства в цілому.

На інвестиційну привабливість компанії впливають багато як фінансових, так і нефінансових факторів. Проте значимість кожного фактору значною мірою залежить від галузі, у якій працює підприємство.

Для визначення значущості кожного фактору і розробки вагових коефіцієнтів було використано статистичні дані по 4 компаніям галузі «металургія», акції яких котируються на міжнародних фондових біржах за 2017 рік, отримані з відкритих джерел.

Згідно до опитування експертів було визначено фактори, що за їх думкою найбільш впливають на інвестиційну привабливість компанії. До складу цих факторів входять як фінансові, так і не фінансові показники.

Показники, що відібрано до складу моделі:

ROA - рентабельність активів,%;

ROE - рентабельність власних коштів,%.

ROS - рентабельність продажів;

KFN- коефіцієнт фінансової незалежності;

KQL - коефіцієнт швидкої ліквідності;

KPL - коефіцієнт поточної ліквідності;

RR – рівень ризику;

TR – темп росту виручки;

KU – якість корпоративного управління;

RD – ринкова доля підприємства.

В якості залежної змінної вибрано показник Р/Е.

Фактори, що включаються до моделі, повинні бути кількісно вимірні. Якщо необхідно включити в модель якісний фактор, який немає кількісного виміру, то йому потрібно надати кількісну визначеність. У даному випадку кількісна визначеність надається чиннику «Рівень ризику» (високий ризик - 1, помірний ризик - 2, мінімальний ризик - 3), фактору «Якість корпоративного управління» (низка - 1, середня -2, висока -3), фактору «Ринкова доля підприємства» (низька(до 5%) - 1, середня (5-10%)- 2, висока (більше 10%)-3).

Згідно з нормами оцінки, сила кореляційного зв'язку визначається як:

0,7-1 – сильний зв'язок;

0,3-0,699 – середня сила зв'язку;

0-0,299 – слабкий зв'язок.

Результати оцінки кореляційного зв'язку між інвестиційною привабливістю компаній та фінансовими і не фінансовими факторами представлено в таблиці 1.

Таблиця 1 – Оцінка кореляційного зв'язку

Фактор	Коефіцієнт кореляції	Фактор	Коефіцієнт кореляції
ROA	0,54	KPL	-0,07
ROE	0,94	RR	-0,7
ROS	0,23	TR	0,85
KFN	-0,14	KU	0,82
KQL	0,22	RD	0,36

Згідно таблиці 1, серед фінансових показників як найбільш значущі було визначено рентабельність власного капіталу та темпи росту компанії. Значення коефіцієнту кореляції склало 0,94 та 0,85 відповідно, що означає сильний прямий зв'язок між цими факторами та досліджуваним поняттям.

Найбільш значущими не фінансовими чинниками було якість управління підприємством та рівень ризику. При цьому інвестиційна привабливість пов'язана прямим кореляційним

зв'язком з якістю управління (0,82) та зворотним кореляційним зв'язком з рівнем ризику (-0,7).

Також спостерігається зв'язок середньої сили між інвестиційною привабливістю та рентабельністю активів і ринковою часткою підприємства.

Відповідно до розрахованої сили кореляційного зв'язку між досліджуваними факторами та інвестиційною привабливістю підприємств металургійної галузі, визначено вагові коефіцієнти для кожного фактору (представлено у таблиці 2).

Таблиця 2 – Вагові коефіцієнти факторів інвестиційної привабливості

Фактор	Коефіцієнт кореляції	Ваговий коефіцієнт
ROA	0,54	10%
ROE	0,94	25%
TR	0,85	20%
RR	-0,7	15%
KU	0,82	20%
RD	0,36	10%

Далі для розрахунку інтегрального показника інвестиційної привабливості необхідно порівняти показники компанії відносно компаній-аналогів. У якості таких компаній було обрано «Gerdau S.A.» - (Бразилія), та «ArcelorMittal» (Люксембург) – одні з найбільших у світі виробників сталі та конкуренти «Nucor».

Фінансові показники було розраховано згідно фінансовій звітності компаній за 2017 рік. Рівень ризику було визначено відповідно до коефіцієнту бетта компанії, а якість корпоративного управління – експертним методом. Значення факторів інвестиційної привабливості наведено у таблиці 3.

Таблиця 3 - Фактори інвестиційної привабливості компаній

Показник	ArcelorMittal	Gerdau S.A	Nucor
ROA	-1,3%	2,6%	3,85%
ROE	-2,9%	5,04%	7,4%
TR	-5,6%	+5%	-2%
RR	2,26	1,7	1,32
KU	середня	висока	висока
RD	висока	висока	висока

Інтегральний показник інвестиційної привабливості підприємства можна розрахувати як:

$$I = \sum K_i W_i, \quad (.1)$$

де I – інтегральний показник інвестиційної привабливості підприємства;

K_i – значення показника за рейтинговою шкалою;

W_i – ваговий коефіцієнт показника.

Згідно розрахованим ваговим коефіцієнтам

(табл. 3.2), інтегральний показник інвестиційної привабливості вартості бізнесу металургійної галузі можна розрахувати як:

$$I = 0,1 * ROA + 0,25 * ROE + 0,2 * TR + 0,15 * RR + 0,2 * KU + 0,1 * RD.$$

Значення показників інвестиційної привабливості за рейтинговою шкалою визначається згідно відносним значенням (тобто, 1-найгірше значення, 2 – середнє, 3 – найкраще).

Оцінка показників інвестиційної привабливості за рейтинговою шкалою наведено у таблиці 4.

Таблиця 4 - Оцінка показників інвестиційної привабливості

Показник	ArcelorMittal	Gerdau S.A	Nucor
ROA	1	2	3
ROE	1	2	3
TR	1	3	2
RR	1	2	3
KU	2	3	3
RD	3	1	2

Отже, розрахуємо інтегральний показник інвестиційної привабливості для кожного підприємства (максимальне значення - 3):

$$\text{Nucor: } I = 0,1*3+0,25*3+0,2*2+0,15*3+0,1*2=2,7$$

$$\text{ArcelorMittal: } I = 0,1*1+0,25*1+0,2*1+0,15*1+0,2*2+0,1*3=1,4$$

$$\text{Gerdau S.A: } I = 0,1*2+0,25*2+0,2*3+0,15*2+0,2*3+0,1*1=2,3$$

Отже, інвестиційна привабливість Nucor серед обраних компаній-аналогів найвища.

Висновки. В ході роботи було визначено основні фактори, що впливають на оцінку вартості компанії, та на основі емпіричного дослідження визначено кореляційний зв'язок між значенням цих факторів та вартістю компаній металургійної галузі.

Найбільш значущими фінансовими показниками було визначено рентабельність власного капіталу та темпи росту компанії. Значення коефіцієнту кореляції склали 0,94 та 0,85 відповідно.

Найбільш значущими не фінансовими чинниками було визначено якість управління підприємством та рівень ризику. При цьому ринкова оцінка вартості компанії пов'язана прямим кореляційним зв'язком з якістю управління (0,82) та зворотним кореляційним зв'язком з рівнем ризику (-0,7).

Між значенням інвестиційної привабливості та ринковою вартістю підприємства та рентабельністю активів і ринковою часткою підприємства визначено

кореляційний зв'язок середньої сили – 0,54 та 0,36 відповідно.

Список літератури

- 1 Пилипенко О.І. *Аналіз інвестиційної привабливості підприємства: огляд методик* / О.І. Пилипенко // Міжнародний збірник наукових праць. – 2010. – Вип. 1(13). – С. 324-330.
- 2 Зайцева Н. *Как оценить инвестиционную привлекательность?* // «БДМ. Банки и деловой мир», -2007. № 12.
- 3 Майорова Т.В. *Инвестиционная деятельность: Учебное пособие.* - К.: Центр учебной литературы, 2004. - 376 с.
- 4 Измайлова К.В. *Финансовый анализ: навч. посіб.* / К.В. Измайлова. — 2-е вид., стереотип. — К.: МАУП, 2001. — 215 с.
- 5 <http://www.google.com/finance>
- 6 <http://www.ux.ua/>
- 7 <http://azovstal.metinvestholding.com/ru>
- 8 <http://ilyichsteel.metinvestholding.com/ru>
- 9 <http://emz.metinvestholding.com/ru>

References (transliterated)

- 1 Pilipenko O.I. *Analys investitsiynoi privablivosti pidpriemstva: oglyad metodik* / O.I. Pilipenko // Miznarodniy zbirnik naukovih prats.: –2010. – Vip 1(13). – P.324-330.
- 2 Zaytseva N. *Kak ocenit investitsionnyuyu privlekatelnost?* // “BDM. Banki i delovoy mir”, – 2007/ №12.
- 3 Mayorova T.V. *Investitsionnaya deyatelnost: Uchebnoe posobie.* – Kiev: Centr uchebnoy literaturi, 2004. – 376p.
- 4 Izmaylova K.V. *Finansoviy analiz: navch. posib.* / K.V. Izmaylova. – 2-e vid., stereotip. – Kiev, MAUP, 2001. – 215p.
- 5 <http://www.google.com/finance>
- 6 <http://www.ux.ua/>
- 7 <http://azovstal.metinvestholding.com/ru>
- 8 <http://ilyichsteel.metinvestholding.com/ru>
- 9 <http://emz.metinvestholding.com/ru>

Надійшла (received) 17.05.2018

Відомості про авторів /Сведения об авторах / About the Authors

Геворкян Артем Юрійович (Геворкян Артем Юрійович, Gevorgyan Artem) – кандидат економічних наук, доцент кафедри Менеджмента ЗЕД та фінансів НТУ «ХП», м. Харків, Україна; ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-5043-1034>, e-mail: bfpochta@gmail.com

Другова Олена Сергіївна (Другова Елена Сергеевна, Drugova Olena) – кандидат економічних наук, доцент, Національний технічний університет «Харківський політехнічний інститут», доцент кафедри МЗЕД та фінансів; м. Харків, Україна; ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-2404-1910>; e-mail: drugova.elena.sergeevna@gmail.com

Клепикова Світлана Володимирівна (Клепикова Светлана Владимировна, Klepikova Svitlana) – Національний технічний університет «Харківський політехнічний інститут», ст. викл. кафедри менеджменту ЗЕД та фінансів, м. Харків, Україна, ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-3218-943X>, e-mail: klepikovaSV75@gmail.com