

З.П.КОНОХОВА, к.э.н., доцент, **Н.В.СУХОПУКОВА**, ст. преп.,
кафедра ЭКММ, НТУ «ХПИ», **Ю.В.КОНОХОВА**, НТУ «ХПИ»

СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ПОДХОДОВ К ОЦЕНКЕ ОБЪЕКТОВ ИНВЕСТИРОВАНИЯ В УСЛОВИЯХ ТРАНСФОРМАЦИИ ЭКОНОМИКИ

Розглянуті сучасні підходи до оцінки об'єктів інвестування. Підкреслена особлива роль реальних інвестицій в розвитку діяльності українських підприємств. Запропоновані способи деталізації активів підприємства залежно від їх інвестопридатності, а також способи виявлення власних інвестоздатних ресурсів підприємства.

Modern approaches are considered to the estimation of objects of investing. The special role of the real investments is underlined in development of activity of the Ukrainian enterprises. The methods of working out in detail of assets of enterprise are offered depending on their investability, and also methods of exposure of own investaptitude resources of enterprise.

Общая постановка проблемы. Мировой опыт свидетельствует, что страны с переходной экономикой не в состоянии развивать хозяйство без привлечения и эффективного использования инвестиций. Аккумулируя предпринимательский, государственный и смешанный капитал, обеспечивая доступ к современным технологиям и менеджменту, инвестиции не только оказывают содействие формированию национальных инвестиционных рынков, но и оживляют рынки товаров и услуг [1]. Одной из важнейших проблем Украины на современном этапе является проблема поиска источников финансирования отечественных предприятий. Для того, чтобы привлечь отечественных и иностранных инвесторов, украинское предприятие должно доказать им свою привлекательность в плане инвестирования. Кроме того, и руководство и собственники предприятия также заинтересованы в проведении анализа всего капитала предприятия и отдельных его частей для выявления собственных резервов инвестиционных ресурсов и формирования предложений по привлечению внешних инвестиций.

В последние годы появилось достаточно много работ по вопросам оценки объектов инвестирования таких зарубежных авторов, как Ван Хорн, В.Беренс, Г.Бирман, С.Шмидт, У.Шарп, Д.Норкотт, П. Хавранек. Однако условия и специфика развития украинского инвестиционного рынка не позволяют пока с достаточной эффективностью использовать зарубежный опыт управления инвестициями. Следует отметить также большое количество работ украинских и российских авторов по вопросам и проблемам инвестиционного менеджмента, к их числу относятся работы И.Бланка, Д. Газибекова, Л. Голуба, Н. Ермошенко, В. Федоренко, М. Крейниной, А. Переседы,

В.Савчука, А. Шеремета и других. Но в большинстве случаев в этих работах используются зарубежные подходы и методы без должной их адаптации к условиям отечественного инвестиционного рынка, недостаточное внимание уделяется в публикациях вопросам и проблемам реального инвестирования, которое, как мы уже отмечали, в современных условиях составляет основу инвестиционной деятельности большинства отечественных инвесторов [2]. Поиск путей совершенствования способов и методов оценки объектов инвестирования в условиях рыночной трансформации экономики является **актуальной задачей практического значения** для любого отечественного предприятия.

Современная инвестиционная деятельность предприятий характеризуется значительным сокращением объемов накоплений, уменьшением части прибыли, которая направляется на расширение производства.

Анализ методов оценки объектов инвестирования, применяемых на сегодняшний день в зарубежных странах, позволяет выделить два подхода к выбору объекта инвестирования. При анализе показателей, характеризующих состояние отдельного предприятия, можно использовать либо данные развития отрасли, в которой функционирует фирма, ее финансовые показатели, эффективность менеджмента и другие, либо оценивать положение предприятия на фондовом рынке, биржевой курс его ценных бумаг.

Первое направление представляют сторонники школы фундаментального анализа, которые основной задачей ставят доскональное изучение балансов и других финансовых документов, публикуемых компаниями. Кроме того, изучаются данные о положении дел в отрасли, состоянии рынков, на которые данное предприятие выходит со своей продукцией, состояние активов, объемы продаж, тактика управления компанией, состав совета директоров. Оценивая таким образом состояние дел в фирме, аналитики дают оценку корпорации как объекта инвестирования.

Второе направление - технический анализ, который основывается на рыночных показателях ценных бумаг, в том числе показателях спроса и предложения ценных бумаг, изучении динамики курсовой стоимости, общерыночных тенденций движения курсов ценных бумаг. В центре внимания технического анализа является анализ спроса и предложения ценных бумаг на основе объема операций по купле-продаже и динамике курсов [3].

Очевидно, что эти методы ориентированы в основном на финансовые инвестиции и рассматривают инвестиционную привлекательность предприятия-эмитента. В то же время в современных условиях развития экономики Украины такие вложения инвесторами в качестве основных не рассматриваются, а, следовательно, необходимо более подробно исследовать методы, применяемые при оценке привлекательности объектов для

осуществления реальных инвестиций. Методики оценки инвестиционных объектов развитой рыночной экономики не учитывают особенностей хозяйствования в переходном периоде и адекватно не могут применяться в неизменном виде.

Основные средства предприятий являются ключевым производственным ресурсом, от которого в значительной степени зависит качество выпускаемой продукции и уровень ее себестоимости. Тем самым состояние основных фондов оказывает решающее влияние на управление инвестиционным процессом на предприятии. Большинство украинских предприятий имеют устаревшее, как в физическом, так и в моральном плане, оборудование. Проблемой становятся как приобретение и разработка новых технологий, так и их внедрение на старом оборудовании. Поэтому принципиально важным представляется более детальное деление инвестиций по объектам вложений, что даст возможность идентифицировать инвестиционное содержание материальных, нематериальных и финансовых активов предприятия. Именно для применения таких методов авторы предлагают ввести в рассмотрение понятия инвестопригодности и инвестоспособности. Инвестопригодностью может обладать как предприятие в целом, так и отдельные его активы. Инвестоспособность же является характеристикой капитала предприятия и отдельных его частей. Например, если предприятие покупает акции другого предприятия или принимает долевое участие в его капитале, то может возникнуть вопрос, почему эти средства не инвестируются в собственную деятельность. Совместное рассмотрение этих показателей поможет руководству и собственникам в принятии решений относительно использования прибыли от собственной деятельности или даст основания для привлечения инвестиций от внешних инвесторов.

Предлагаемый подход к оценке инвестиционной деятельности должен основываться на таких трех требованиях:

- ◆ учет приоритетности прямых инвестиций (что обусловлено высоким уровнем износа основных производственных фондов и превышением предприятиями предельно допустимых норм загрязнения окружающей среды);
- ◆ эффективное использование ресурсов в процессе инвестирования;
- ◆ учет и снижение степени риска в принимаемом решении о привлечении и направлениях финансирования.

В начале любого анализа экономической целесообразности инвестиций оценивают условия инвестирования в стране, для чего необходимо проанализировать ряд факторов и, в первую очередь, — общую экономическую ситуацию в стране, степень развития и совершенства соответствующей законодательной базы и инфраструктуры, которая должна способствовать обеспечению инвестиционного процесса [4]. Естественно, что такой анализ необходим в том случае, когда предприятие хочет привлечь

иностранные инвестиции, а для внутренних инвесторов он не представляет особого интереса. При этом характеристика инвестиционного климата в стране обязательно является одной из составляющих комплексного показателя инвестопригодности.

Следующим этапом является анализ деятельности предприятия, в которое предполагаются инвестиционные вложения. Такой анализ необходим и для внешнего инвестора и в случае предполагаемого реинвестирования. Здесь рассматриваются:

- ✓ условия сбыта готовой продукции, причем рассмотрение можно провести по отдельным номенклатурным группам;
- ✓ наличие и качество требуемых ресурсов, включая квалификацию рабочей силы и руководящих кадров;
- ✓ цены на продукцию;
- ✓ уровень сервиса и степень развитости инфраструктуры, которую использует предприятие;
- ✓ процедуры заключения контрактов и механизм приобретения материалов, оборудования, услуг и т.д.;
- ✓ поправки на финансовые, ценовые факторы, курсы валют;
- ✓ финансовая ситуация на предприятии.

Производственная деятельность предприятия непосредственным образом зависит от эффективности использования его производственно-финансовых ресурсов, поэтому направления инвестирования и реинвестирования будут зависеть от эффективности использования отдельных видов ресурсов.

Факторы финансово-инвестиционного потенциала предприятий их влияние на управление инвестициями в современных условиях хозяйствования во многом определяют направление анализа деятельности предприятий, среди которых, на наш взгляд, можно выделить следующие:

- оценка финансового состояния предприятия;
- анализ инвестиционных ресурсов предприятия.

По нашему мнению, анализа финансового состояния предприятия в разрезе традиционных показателей финансовой независимости, устойчивости и ликвидности, а также анализа динамики формирования его инвестиционных ресурсов, явно недостаточно для объективного определения приоритетных сфер инвестирования хозяйствующего субъекта. При определении приоритетных сфер инвестирования на предприятии необходим анализ эффективности использования его производительно-финансовых ресурсов с целью дальнейшего определения инвестиционных потребностей хозяйствующего субъекта.

Практическая реализация такой концепции требует формирования системы показателей финансового состояния предприятия и методов их оценки, создания информационной базы данных, необходимых для расчета показателей финансового состояния предприятия на всех стадиях

осуществления инвестиций и анализа результатов расчета показателей финансового состояния предприятия, с оптимизацией сроков осуществления инвестиций.

Финансовое состояние предприятия характеризуется системой иерархически связанных показателей, на нижнем уровне которой находятся единичные показатели, характеризующие ликвидность, платежеспособность, прибыльность, эффективность использования активов [5]. Оценивая единичные показатели путем сравнения их фактических значений с нормативными или желаемыми и последовательно синтезируя данные, можно получить обобщающую и комплексную оценки финансового состояния предприятия. Формирование информационной базы данных для расчета показателей финансового состояния предприятия заключается в расчете проектных бухгалтерских балансов и отчетов о финансовых результатах и использовании этих разработок в соответствии с периодами реализации инвестиций. Здесь проводится:

- ✓ расчет общего объема инвестиций;
- ✓ определение структуры вложений, источников финансирования и сроков инвестирования;
- ✓ прогноз объемов реализации продукции, расчет доходов и затрат.

На базе полученных результатов составляется профиль инвестиционного проекта по установленной международной форме UNIDO.

При принятии решения об осуществлении инвестирования представленные данные оцениваются более детально. Предлагаемая методика оценки финансового состояния предприятия ориентирована на формы бухгалтерской отчетности по международным бухгалтерским стандартам GAAP, основными из которых являются баланс, отчет о прибыли и убытках, отчет о движении денежных средств и финансовые коэффициенты. Здесь финансовая отчетность включает как технические выкладки, так и истолкование финансовой информации для оценки прошлой деятельности предприятия, его нынешнего состояния и жизнеспособности в будущем, чтобы определить уровень риска, связанного с осуществлением инвестиции.

Масштабы анализа зависят от размера, цели и условий предоставления инвестиций. Анализ финансовой отчетности включает следующие последовательные стадии:

- ◆ получение необходимых финансовых отчетов;
- ◆ оценка фактических данных в динамике, причем особое внимание уделяется операциям предприятия, отраженным в отчете о доходах, и финансовой структуре его активов и пассивов, отраженной в балансе;
- ◆ рассмотрение отчета предприятия о движении наличности для оценки источников и использования наличных денег;
- ◆ использование коэффициентов для анализа тенденций (сопоставления результатов деятельности предприятия за ряд лет) и сравнительного анализа

(сопоставление результатов деятельности предприятия с показателями других предприятий той же отрасли). Цифры, используемые при расчете коэффициентов, берут из отчета о доходах, баланса и отчета о движении денежных средств;

- ♦ прогнозирование результатов деятельности предприятия и, следовательно, его способности вернуть вложенные инвестором средства. Это предполагает рассмотрение и анализ прогнозных финансовых отчетов, ценность которых во многом зависит от реалистического планирования объема продаж [6].

По завершении всех перечисленных выше аналитических стадий необходимо истолковать информацию в свете нефинансовых сильных и слабых позиций предприятия и окружения, в котором оно функционирует. "Количественная" интерпретация отчетов предприятия основана главным образом на анализе финансовых коэффициентов. При этом важным является не столько значение этих показателей, сколько динамика их изменения.

Вторым важнейшим условием привлечения внешних инвестиций и осуществления реинвестирования является достижение определенного уровня эффективности использования инвестированных средств. Международная практика оценки эффективности инвестиций преимущественно базируется на концепции временной стоимости денег и основана на следующих принципах:

- ♦ оценка эффективности использования инвестируемого капитала производится путем сопоставления денежного потока, который формируется в процессе реализации инвестиции и исходного вложения. Использование инвестиций признается эффективным, если обеспечивается возврат исходной суммы инвестиций и требуемая доходность для инвесторов, предоставивших капитал;

- ♦ инвестируемый капитал, равно как и денежный поток, приводится к настоящему времени или к определенному расчетному году (который, как правило, предшествует началу реализации инвестиций);

- ♦ процесс дисконтирования капитальных вложений и денежных потоков производится по различным ставкам дисконта, которые определяются в зависимости от особенностей условий инвестирования. При определении ставки дисконта учитываются структура инвестиций и стоимость отдельных составляющих капитала.

- ♦ Следующая ступень оценки эффективности инвестиций - это анализ чувствительности проекта, целью которого является сравнение влияния различных факторов на результаты инвестирования, который осуществляется в следующей последовательности :

- ♦ выбор ключевого показателя эффективности инвестиций, в качестве которого может служить внутренняя норма прибыли и чистая текущая стоимость;

♦ выбор факторов, относительно которых нет однозначного суждения (т. е. присутствует неопределенность). Здесь типичными являются следующие факторы:

- ✓ капитальные затраты и вложения в оборотные средства;
- ✓ рыночные факторы – цена товара и объем продаж;
- ✓ компоненты себестоимости продукции;
- ✓ время строительства и ввода в действие основных средств и др.

♦ установление номинальных и предельных (нижних и верхних) значений неопределенных факторов, выбранных на втором шаге процедуры.

♦ расчет ключевого показателя для всех выбранных предельных значений неопределенных факторов.

♦ построение графика чувствительности для всех неопределенных факторов. В западном инвестиционном менеджменте этот график носит название «Spider Graph». Данный график позволяет сделать вывод о наиболее критических факторах процесса инвестирования, с тем, чтобы в ходе его реализации обратить на эти факторы особое внимание с целью сократить риск. Инвестиционное решение является рискованным или неопределенным, если оно имеет несколько возможных исходов. Для того чтобы преодолеть влияние рисков, возможных при любых значительных инвестициях, можно либо попытаться найти страхование от различных рисков, либо определить возможность активного контроля риска или управления в условиях риска.

Характеризуя современное состояние инвестиционной деятельности предприятий, еще раз отметим, что основу этой деятельности формирует реальное инвестирование в разных направлениях, а именно:

- приобретение имущественных комплексов;
- новое строительство;
- реконструкция и модернизация;
- обновление отдельных видов оснащения;
- инновационное инвестирование;
- инвестирование в прирост запасов и оборотных средств.

Реализация именно этих направлений инвестиционной деятельности позволяет предприятиям в настоящее время развиваться наиболее высокими темпами, осваивать новые виды продукции, повышать качество, проникать на новые рынки и быть конкурентоспособными в условиях острой конкуренции. В то же время нельзя забывать, что любое предприятие находится во взаимодействии с внешней средой, которая генерирует угрозы для его существования в краткосрочном и долгосрочном периодах. Учет этих угроз, реакция на них, их парирование находят отражение в стратегиях, характеризующих различные стороны деятельности предприятия.

Непременным условием успеха любого предприятия в условиях формирования рыночной среды является выработка собственной инвестиционной стратегии. Инвестиционная стратегия зависит от миссии

организации и определяет не только пути достижения долгосрочных целей, но и тактику вложения средств. Помимо общей стратегии инвестирования иногда формируются частные субстратегии. В зависимости от целей инвестирования, типа управления, характера экономической ситуации и множества других факторов можно выявить большое число разнообразных стратегий. Например, в зависимости от последствий, которые могут иметь место при альтернативных подходах к инвестированию, можно выделить такие, противоположные по своим результатам группы инвестиционных стратегий:

- инвестиции в основные средства и ликвидные активы;
- инвестирование одного направления бизнеса и инвестирование по широкому кругу связанных направлений;
- инвестирование в инновации-продукты и инновации-процессы;
- инвестирование в собственные НИОКР и привлечение их со стороны;
- инвестирование в традиционные и новые рынки;
- инвестиции в создание новых активов (новое строительство, реконструкция, модернизация и т.д.) и инвестиции в приобретение активов через слияния и поглощения.

В разные периоды своей деятельности компания может применять ту или иную стратегию или их портфель.

Таким образом, благодаря предложенной последовательности оценки и обоснования инвестиционных решений, можно достаточно полно оценить развитие деятельности предприятия в результате реализации внешних или внутренних инвестиций, предусмотреть возникновение отрицательных явлений и предотвратить их путем оптимизации отдельных характеристик этой деятельности. Детализация активов предприятия в зависимости от их инвестопригодности и анализ отдельных частей капитала в соответствии с их инвестоспособностью даст возможность руководителям предприятия и его собственникам более обоснованно принимать решения в области управления инвестиционной деятельностью предприятия, в выборе той или иной инвестиционной стратегии, в обосновании решения, выступать ли на инвестиционном рынке инвестором или потребителем инвестиционных ресурсов.

Список литературы: 1. *Л.Гитман., М.Джонк.* Основы инвестирования. Пер. с англ. – М.: Дело, 1997; 2. *А.В.Мертенс* Инвестиции. – К.: Киевское инвестиционное агентство, 1997.; 3. *Н.Н. Ушакова., Т.Е. Унковская.и др.* Инвестирование, финансирование, кредитование: стратегия и тактика предприятия. – К.: КГТЭУ, 1997. 4. *У.Шарп, Г.Александр и др.* Инвестиции. Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1997. 5. *И.А. Бланк* Основы финансового менеджмента. Т. 2. – К.: Ника-Центр, 1999. 6. *И.А. Бланк* Инвестиционный менеджмент.– К.: МП "ИТЕМ Лтд", 1995 7. *А.М. Ковалева,, М.Г.Лапуста и др.* Финансы фирмы: Учебник. – М.: ИНФРА-М, 2000.

Поступила в редколлегию 29.04.05