

DOI: <https://doi.org/10.30837/EK.2023.018>

**Полозова Т.В.,**

*д.е.н., професор, завідувач кафедри економічної кібернетики  
та управління економічною безпекою,*

*Харківський національний університет радіоелектроніки*

*ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-9956-8816>*

**Мурзабулатова О.В.,**

*к.е.н., доцент кафедри економічної кібернетики  
та управління економічною безпекою,*

*Харківський національний університет радіоелектроніки*

*ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-2179-1828>*

**Лова В.В.,**

*здобувач,*

*Харківський національний університет радіоелектроніки*

*ORCID: <https://orcid.org/0009-0008-2653-2247>*

**Лова М.М.,**

*здобувач,*

*Харківський національний університет радіоелектроніки*

*ORCID: <https://orcid.org/0009-0003-4235-5803>*

## **ВАРТІСТЬ ПІДПРИЄМСТВА ЯК ФАКТОР ЙОГО ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ**

Інвестиційна привабливість підприємства є ключовим аспектом для інвесторів при виборі об'єкта інвестування. Цей концепт оцінює, наскільки привабливим і безпечним є підприємство для інвестицій, а також який потенціал прибутковості воно має. Одним з основних факторів, що впливають на інвестиційну привабливість підприємства, є його вартість, оскільки цей показник

надає можливість отримати інвестору важливу інформацію для прийняття інвестиційного рішення.

Проблематика управління інвестиційною діяльністю підприємства та оцінки його інвестиційної привабливості розглядалася у роботах таких науковців, як Т.В. Полозова [1], Л.В. Соколова [2], М.М. Мархайчук [3], В.І. Гунько [4], Н.О. Гребенюк [5] та інших. Теоретико-методичні аспекти оцінки вартості підприємства досліджувалися вітчизняними науковцями, серед яких Ю.В. Алескерова [6], О.М. Бабій [7], І.В. Кривов'язюк [8], Л.І. Лесик [9], О.М. Синілова [10] та інші. Також питання оцінки вартості бізнесу досліджувалися у роботах багатьох зарубіжних авторів [11-13]. Проте слід зазначити, що у науковій літературі недостатньо приділено уваги дослідженням саме вартості підприємства як фактора впливу на його інвестиційну привабливість.

Метою даного дослідження є аналіз теоретико-методичних підходів до оцінки вартості підприємства як фактора його інвестиційної привабливості.

До основних аспектів, що розкривають сутність інвестиційної привабливості підприємства, можна віднести: фінансовий стан, стратегія та управління, ринкова позиція, інновації та технології, політичний та економічний контекст, споживчі та соціальні тенденції (рис. 1). Аналіз цих аспектів дозволяє інвесторам зрозуміти, наскільки привабливим та стійким є підприємство для вкладень.

М.М. Мархайчук, досліджуючи підходи до оцінювання інвестиційної привабливості підприємства, виділяє такі [3, с. 331]:

- підхід на основі аналізу фінансових показників діяльності підприємства;
- комплексний підхід (передбачає на рівні використання фінансового аналізу враховувати інші аспекти функціонування підприємства);
- ринковий підхід (базується на оцінці привабливості цінних паперів компанії та аналізі показників фондового ринку);
- вартісний підхід (передбачає, що критерієм інвестиційної привабливості підприємства є зростання його вартості).

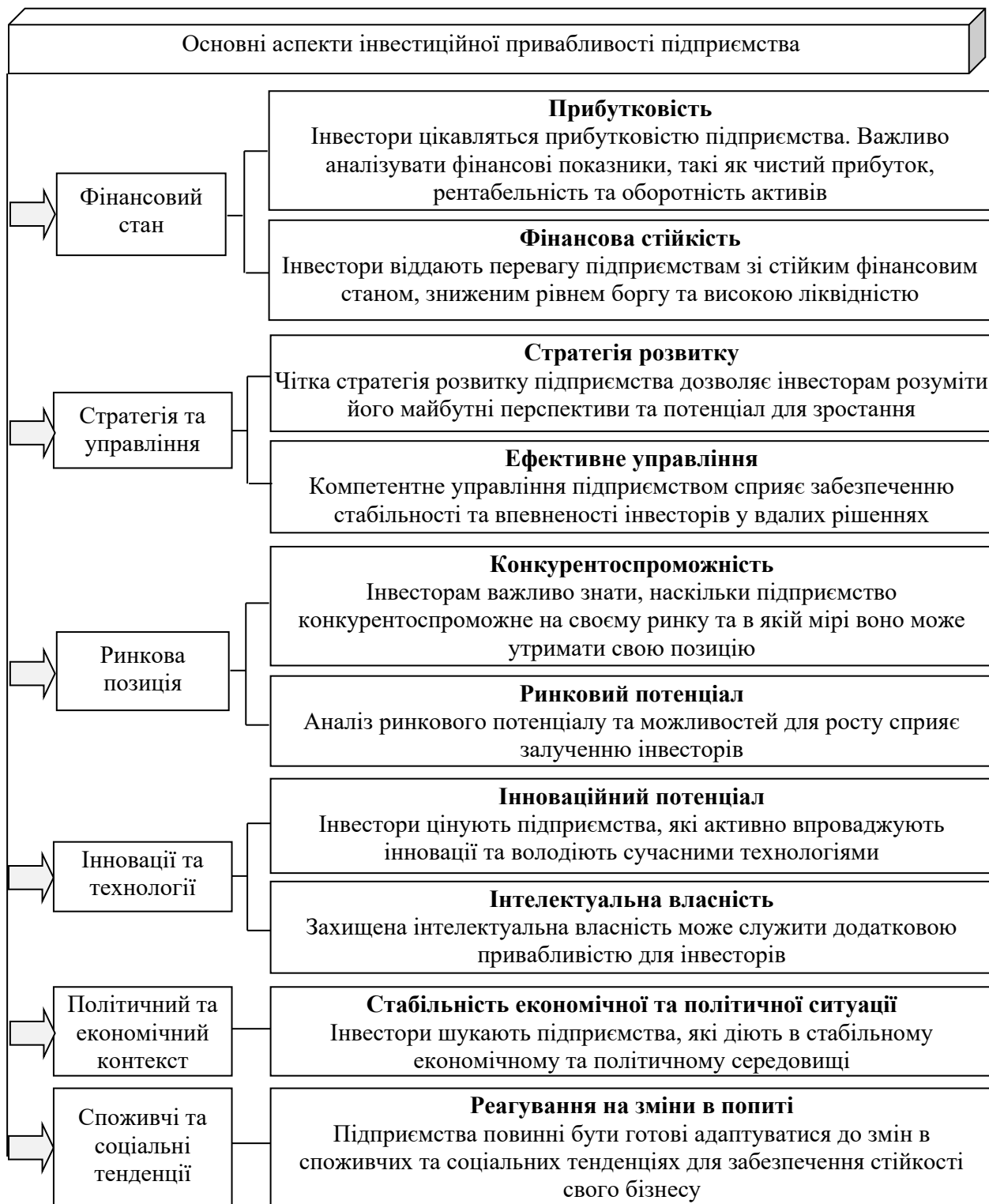


Рисунок 1 – Основні аспекти, що розкривають сутність інвестиційної привабливості підприємства

*Джерело: розроблено авторами*

Поняття інвестиційної привабливості підприємства містить багато різнопланових факторів. Це поняття можливо застосувати на різних рівнях (мікро-, мезо-, макро-). Фактори, що впливають на інвестиційну привабливість підприємства, можна розділити на три великих групи: фактори рівня окремого підприємства, фактори рівня індустрії, фактори рівня країни (рис. 2).



Рисунок 2 – Фактори, що впливають на інвестиційну привабливість підприємства

*Джерело: узагальнено авторами на основі [3-5]*

Вартість підприємства – це оцінка його фінансової цінності, яка визначається на підставі різних факторів і методів оцінки. Це важливий показник для різних цілей, таких як продаж, покупка, злиття, придбання фінансування або бухгалтерські звіти. Існує кілька підходів до визначення вартості підприємства, і вони можуть варіюватися в залежності від специфіки галузі та контексту.

Вартість підприємства є суттєвим фактором при оцінці його інвестиційної привабливості для потенційних інвесторів. Це важлива характеристика, яка може вплинути на рішення щодо вкладення капіталу. Можна зазначити кілька аспектів впливу вартості підприємства на його інвестиційну привабливість:

- стабільність інвестицій. Інвестори часто шукають підприємства з стабільними фінансовими показниками. Вартість підприємства, визначена, наприклад, методом дисконтованого грошового потоку (DCF), може відображати його здатність генерувати прибуток у майбутньому. Стабільність вартості може свідчити про перспективи стабільних інвестицій;

- ефективність управління ризиками. Вартість підприємства визначається різними факторами, включаючи чинники ризику. Підприємства, які ефективно управляють своїм ризиком і мають низьку ступінь невизначеності, можуть вважатися менш ризикованими для інвесторів, що робить їх привабливими для вкладень;

- потенціал для зростання. Вартість підприємства може відображати його потенціал для майбутнього зростання. Якщо інвестор вбачає можливість підприємства збільшити свою вартість у перспективі, це може збільшити його інвестиційну привабливість;

- ринкова конкурентоспроможність. Якщо вартість підприємства визначається порівнянням з аналогічними компаніями на ринку, це може вказувати на його конкурентоспроможність. Підприємства зі зростаючою чи високою вартістю можуть привертати інвесторів, які шукають можливості на ринку;

- сприяння фінансовій стабільності. Вартість підприємства відображає стан його фінансів та ефективність використання ресурсів. Інвестори часто шукають підприємства зі стійким фінансовим станом, що може збільшити їх впевненість в ефективних інвестиціях;

– ринкові перспективи. Вартість підприємства може залежати від ринкових тенденцій та перспектив. Якщо підприємство успішно адаптується до змін на ринку та має перспективи для майбутнього зростання, це може збільшити його інвестиційну привабливість.

Врахування вартості підприємства в інвестиційному контексті допомагає інвесторам розуміти його потенціал та ризики, а також вирішити, чи відповідає це їхнім стратегічним цілям та очікуванням від інвестицій.

Фактор вартості підприємства займає ключове місце в аналізі інвестиційної привабливості підприємства. По-перше, основа інвестування це отримання прибутку у майбутньому, а для цього потрібно розуміти вартість активу. По-друге, оцінка інших факторів є процесом набагато більш суб'єктивним та нечітким порівняно з оцінкою вартості підприємства. По-третє, багато інших факторів піддається короткостроковому впливу новин та настроїв, тоді як оцінка вартості підприємства дозволяє інвесторам відрізнити тимчасові коливання ринку від справжніх розбіжностей вартості. І нарешті, інші фактори не можуть компенсувати ефекти завищеної оцінки вартості підприємства, якщо така розбіжність завелика. Тому у сучасній літературі так багато приділяється різноманітним методам оцінки вартості підприємства. Неповний перелік методів оцінки вартості підприємства наведено на рис. 3.

Кожен з цих підходів має свої переваги та обмеження, і вибір конкретного методу може залежати від багатьох факторів, таких як галузь, характеристики підприємства та мета оцінки. Оцінка вартості підприємства є складним процесом і часто використовується як стратегічний інструмент для управління бізнесом та прийняття фінансових рішень.

Підходи, що засновані на грошових потоках, та підходи, що засновані на активах є різними способами оцінити внутрішню вартість підприємства. Порівняльні підходи також оцінюють внутрішню вартість підприємства, але

спираються на теперішню оцінку інших схожих компаній на ринку, а тому є трохи більш спекулятивними та нестійкими.



Умовні позначення:

P – це ринкова ціна однієї акції компанії;

E – середній прибуток на одну акцію;

B – балансова вартість компанії поділена на кількість акцій;

S – середній дохід на одну акцію;

FCF – вільний грошовий потік (гроші, які компанія має в своєму розпорядженні для погашення своїх кредитів або виплати дивідендів інвесторам). Розраховується як «Сукупний дохід за рік» мінус «Витрати на обладнання» плюс «Зміни в оборотному капіталі за рік».

Рисунок 3 – Підходи до оцінки вартості підприємства

*Джерело: узагальнено авторами на основі [11-13]*

І нарешті, підходи, що засновані на мудрості натовпу, намагаються використати суб'єктивні думки багатьох людей для об'єднання в одну модель, яка буде мати менший рівень суб'єктивності в оцінці.

Підходи до оцінки, що засновані на активах зазвичай можна застосувати для лімітованої кількості підприємств, оскільки вони не враховують перспективи майбутнього росту та широкий спектр нематеріальних факторів підприємства. Для всіх інших підприємств ці методи дають найнижчу оцінку вартості підприємства.

Підходи до оцінки, що засновані на грошових потоках, моделюють майбутнє у вигляді часового ряду грошового потоку, який дисконтується.

Суттєвим недоліком цих підходів є необхідність припущень аналітиків щодо майбутнього підприємства та відповідних ставок дисконтування, ставок залучення капіталу, темпів росту тощо. Навіть якщо при розрахунку вартості підприємства аналітик спирається на історичні дані, модель заплямована припущенням про те, що майбутнє буде нагадувати минуле. Іншим не менш суттєвим недоліком цих підходів є припущення про нульову волатильність відповідних показників у майбутньому. Цей недолік приводить не лише до відсутності розуміння дисперсії можливої вартості підприємства, а й до заниження або завищення оціненої вартості підприємства порівняно з реальною вартістю підприємства.

Зазначені недоліки можна частково подолати, якщо використовувати метод Монте-Карло, явно указуючи рівень невизначеності вхідних параметрів моделі оцінки вартості. Результат оцінки вартості підприємства буде не одним числом, а розподілом.

На рис. 4 наведено результат оцінки вартості підприємства на основі дисконтування грошового потоку за допомогою методу Монте-Карло на прикладі АТ «Нікопольський завод феросплавів».

У процесі оцінки інвестиційної привабливості багатьох фірм можна перетворити розподіл оцінок вартості підприємства у якийсь один єдиний показник, наприклад, математичне очікування вартості підприємства. При цьому, чим точніше таке припущення про масштаб невизначеності, тим ближче буде



математичне очікування вартості підприємства до реальної вартості підприємства. Цей ефект продемонстрований на рис. 5.

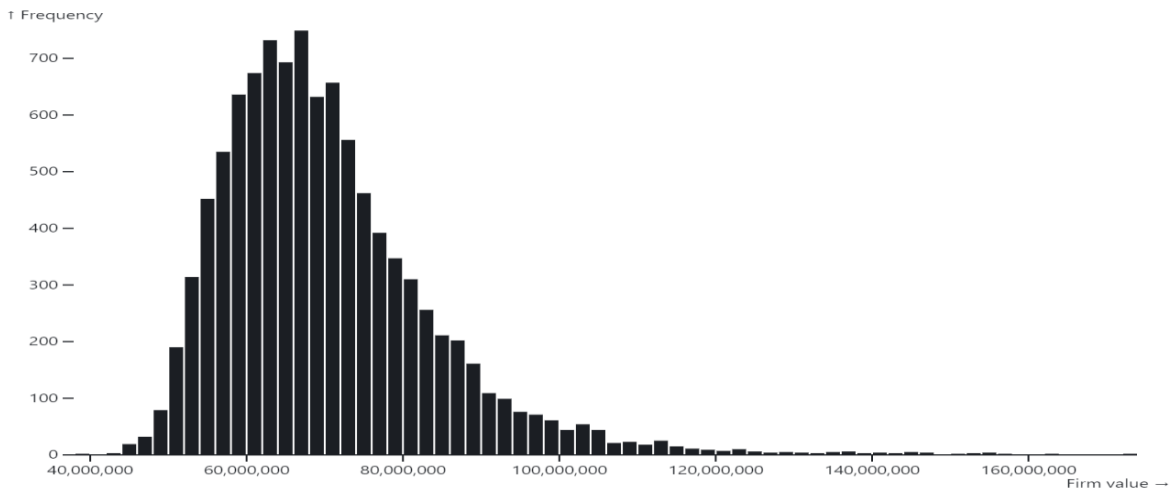


Рисунок 4 – Розподіл оцінки вартості підприємства АТ «Нікопольський завод феросплавів» на основі дисконтування грошового потоку фірми за допомогою методу Монте-Карло

*Джерело: побудовано авторами*

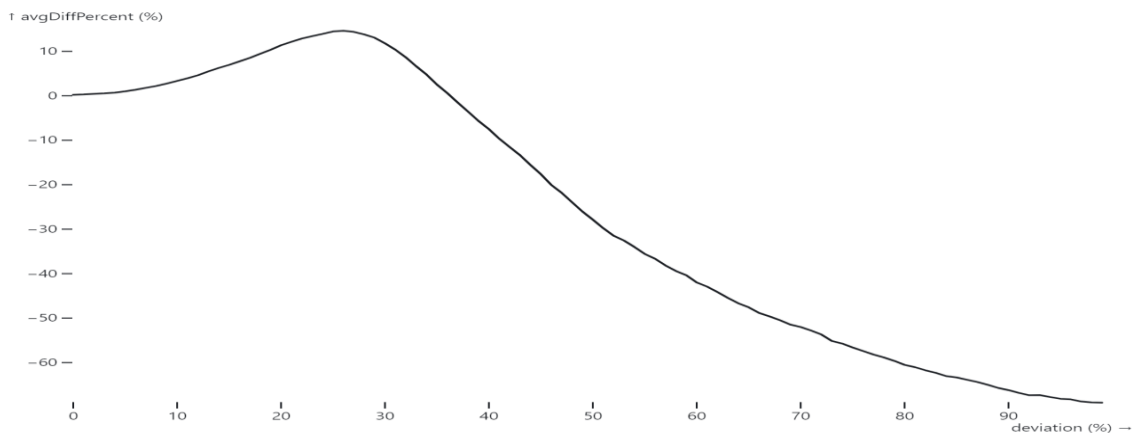


Рисунок 5 – Графік різниці між вартістю підприємства АТ «Нікопольський завод феросплавів», розрахованою за методом дисконтування грошового потоку та математичним очікуванням вартості підприємства при використанні методу Монте-Карло з різним рівнем невизначеності

*Джерело: побудовано авторами*

Порівняльні підходи використовують різноманітні мультиплікатори, такі як P/E, P/FCF, P/B тощо. Далі використовується регресивна модельна оцінки вартості підприємства на основі історичних даних ринку в цілому та історичних даних конкурентів. Суттєвим недоліком цих підходів є неможливість використання цих підходів на недорозвинених фондових ринках, що включають в себе малу кількість компаній. Перевагою цих підходів є невелика кількість вхідних даних від аналітика, оскільки більшість припущень щодо майбутнього виведені з ринкової поведінки інших учасників ринку. Це ж одночасно є і недоліком, оскільки на ринкову поведінку інших учасників ринку впливають не лише фундаментальні фактори, а й короткострокові фактори такі як новини.

Підходи, що засновані на механізмі «мудрість натовпу» спираються виключно на аналіз думок та дій інших людей. І хоча можна сказати, що достатня велика кількість аналітиків та інвесторів спираються на фундаментальні фактори, в короткостроковій перспективі або при неправильному виборі аналітиків/інвесторів це може бути не так. Тим не менш, в довгостроковій перспективі ці підходи дозволяють урахувати не лише фінансові аспекти вартості підприємства, а й інші аспекти, що впливають на його вартість. Ці підходи також майже неможливо використовувати на недорозвинених фондових ринках, які не представляють достатньої цінності для інвесторів.

Тим не менш, незважаючи на всі недоліки, різноманітні підходи до оцінки вартості підприємства пропонують досить надійний спосіб оцінити інвестиційну привабливість підприємств. Окрім цього, ефект від цих недоліків можливо знизити, якщо поєднати декілька підходів у багатокритеріальну оцінку за допомогою інтегрального показника.

Таким чином, використання сучасних методів оцінки вартості підприємства (метод Монте-Карло, метод об'єднання кількох моделей як багатокритеріальної оцінки у вигляді інтегрального показника) та сучасних програмних прикладних пакетів забезпечить отримання комплексної інформації про вартість об'єкта

інвестування при прийнятті інвестиційних рішень. Можна констатувати, що вартість підприємства є одним з найвпливовіших факторів на його інвестиційну привабливість. Науково обґрунтований підхід до вибору методів оцінки вартості підприємства забезпечить підвищення ефективності управлінських рішень у сфері інвестування.

### Перелік джерел посилання

1. Polozova T., Murzabulatova O., Ponomarov S., Pomohalova N. Management of investment activity of the enterprise on the basis of economic value. *International scientific journal «Internauka». Series: «Economic Sciences»*. 2023. № 4. URL: <https://doi.org/10.25313/2520-2294-2023-4-8777> (дата звернення: 22.10.2023).

2. Соколова Л.В., Верясова Г.М., Колісник О.В. Науково-методичні аспекти прийняття рішення щодо вибору найбільш привабливого об'єкта реального інвестування. *Вісник Національного технічного університету «Харківський політехнічний інститут». Економічні науки*. 2019. № 2. С. 37-42.

3. Мархайчук М. М. Аналіз методик оцінювання інвестиційної привабливості в контексті інноваційного розвитку підприємств. *Маркетинг і менеджмент інновацій*. 2012. № 4. С. 330-336.

4. Гунько В.І. Фактори та показники формування інвестиційної привабливості підприємств. *Фінансовий простір*. 2013. № 1. С. 85-88.

5. Гребенюк Н.О. Інвестиційна привабливість: сутність та засоби покращення. *Інвестиції: практика та досвід*. 2012. № 13. С. 12-17.

6. Алескерова Ю.В., Тодосійчук В.Л. Теоретичні та практичні аспекти оцінювання вартості підприємства. *Економіка. Фінанси. Менеджмент: актуальні питання науки і практики*. 2022. № 1. С. 107-121.

7. Бабій О.М., Єгупов Ю.А., Жамбей Т.В. Інформаційне забезпечення оцінки вартості українських підприємств в сучасних умовах. *Бізнес-навігатор*. 2022. Вип. 2. С. 49-53.

8. Кривов'язюк І.В., Бурбан О.В. Аналіз чутливості ринкової капіталізації підприємства на зміну його вартості методами DCF-моделювання та компаній-аналогів. *Економічний простір*. 2022. № 179. С. 55-61.

9. Лесик Л.І., Петрушка Т.О., Симак А.В., Ємельянов О.Ю. Вартість підприємства як узагальнюючий показник його економічного розвитку. *Міжнародний науковий журнал «Інтернаука»*. Серія: Економічні науки. 2020. № 10 (1). С. 71-80.

10. Синілова О. М. Методологічні засади оцінки вартості підприємств. *Соціальна економіка*. 2020. Вип. 60. С. 128-136.

11. Mercer C., Harms T. *Business Valuation: An Integrated Theory*, 3rd Edition. Wiley, 2020. 512 p.

12. McKinsey & Company Inc., Copeland T., Koller T., Murrin J. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 3rd Edition. John Wiley & Sons, 2000. 492 p.

13. Damodaran A. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. New Jersey: Wiley, John Wiley & Sons, 2012. 974 p.