

ВПЛИВ ПРЯМИХ ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТИЦІЙ НА РИНКОВУ ВАРТІСТЬ ПІДПРИЄМСТВА

© Леонова С.В., Патора-Висоцька З., 2007

Досліджуються питання корисності прямих іноземних інвестицій у вітчизняну економіку з точки зору її економічного зростання. Враховуючи попередні спроби аналізу цієї сфери на макрорівні, проблему локалізовано на рівні підприємства і запропоновано універсальний інструментарій ідентифікації впливу ПІІ на діяльність підприємств через оцінювання приросту їх ринкової вартості.

In the publication the reasons about utility of the direct foreign investments in domestic economy will be carried out from the point of view of its economic growth. Taking into account the previous researches in this sphere on macroeconomic level, problem is located at a level of the enterprise and the universal toolkit of identification of influence of the direct foreign investments on activity of the enterprises through an estimation of their market cost is offered.

Постановка проблеми. Під час формування вітчизняної ринкової інфраструктури великий резонанс в наукових колах викликають проблеми економічного розвитку, актуалізуючи питання оцінювання чинників економічного зростання. Запорукою створення конкурентоспроможної ринкової економіки є мобілізація усіх національних ресурсів та якнайповнішого використання національних переваг. Однак поза увагою не повинні залишатися ті інвестиційні джерела, які перебувають за межами країни і які здатні підсилити темпи її економічного зростання. Для деяких країн саме міжнародна інвестиційна діяльність, інакше кажучи надходження і використання іноземного капіталу, істотно впливають на умови економічного розвитку.

Враховуючи той факт, що і власника підприємства, і інвестора передусім цікавлять чисті доходи в майбутньому, найбільш перспективними методами оцінки впливу ПІІ на діяльність підприємства можна вважати підходи, які ґрунтуються на обчисленні майбутніх грошових потоків, приведених до дійсного часу.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Прямі іноземні інвестиції (внески нерезидентів до статутного фонду підприємства-резидента, що забезпечують права власності нерезидентів на придбані майно, майнові комплекси або на акції, облігації та інші цінні папери, та становлять не менше ніж 10 % від вартості статутного фонду підприємства-резидента, а також інвестиції, що отримані в результаті укладання договорів про спільну інвестиційну діяльність), надійшовши в деяку країну, передбачають довготермінові економічні взаємовідносини, які відображають тривалу зацікавленість іноземного інвестора щодо істотного впливу на управління підприємством-резидентом з метою отримання прибутку або досягнення соціального ефекту [1].

Залежно від того, яка країна залучає прямі іноземні інвестиції (розвинена або та, що розвивається), характер впливу на її економіку може істотно відрізнятись. З'ясувати потенційний внесок ПІІ в економічний розвиток країни допомагають дві альтернативні гіпотези [2]. Перша гіпотеза підкреслює факт нарощення іноземними інвесторами капіталовкладень у виробництво, що за умови конкуренції з боку місцевих фірм приводить до збільшення продуктивності праці. Друга – акцентує увагу на потенційно руйнівному впливі, який певні іноземні інвестори можуть спричинити місцевій економіці за відсутності конкуренції з боку місцевих виробників.

Щодо переваг першої альтернативи – розширення обсягу виробництва в секторі з іноземною участю, що супроводжується підключенням до нього місцевих субпостачальників, сприяє розвитку взаємопов'язаних галузей, внаслідок чого прискорюється ріст приймальної економіки загалом і виникає додатковий попит на кваліфіковану робочу силу, інженерів і вчених. Іноземний сектор здатний насичувати приймальну економіку сучасними технологіями, призначеними для модернізації її виробничої бази; він також дає змогу формувати сучасну модель споживання, заохочувати конкуренцію, впроваджувати й удосконалювати ринкові методи господарювання в країнах з економікою перехідного періоду. До того ж залучення іноземних фірм, що працюють на експорт, веде до збільшення експортних доходів країни-реципієнта. Зростає внесок таких доходів у приріст її ВВП. Перевагою іноземних інвестицій є податкові надходження і заробітна плата працівникам, які, виступаючи доповненням до бюджету, приводять до розвитку інфраструктури і збільшення соціальних витрат [3].

Характер впливу іноземного капіталу на економіку країни-реципієнта, зважаючи на його гетерогенну природу [4], досліджується у сферах як макро-, так і мікрорівня економіки, оскільки може проявлятися як у покращанні показників господарського розвитку країни загалом, так і в зміні показників виробничої діяльності. Так, на мікрорівні продуктивність праці на підприємствах з іноземними інвестиціями інколи у два рази перевищує продуктивність на вітчизняних. Це зумовлено високою ефективністю нових складальних підприємств, які належать іноземним інвесторам, їх більш вузькою спеціалізацією, меншою кількістю управлінського та дослідницького персоналу [5]. Окрім інвестицій у матеріальні активи, іноземні інвестори значну увагу приділяють організаційно-управлінським інноваціям, які виражаються у збільшенні нематеріальних та інтелектуальних активів підприємства.

Поряд з емпіричними підходами щодо оцінки впливу іноземного капіталу на діяльність підприємств існують кількісні математичні методи, розроблені провідними вченими-економістами. Проте багато з цих методів розглядають проблему на макрорівні і не надають можливості оцінки впливу іноземних інвестицій для конкретного підприємства, яке перебуває на певній стадії свого життєвого циклу.

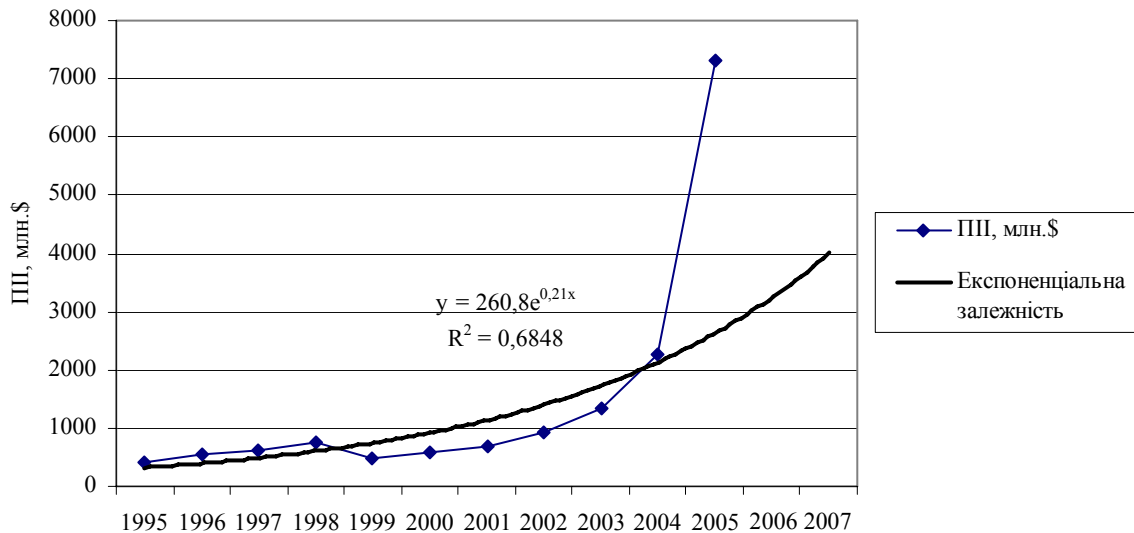
Аналізуючи публікації [2, 4, 6, 7], можна зазначити, що серед дослідників впливу ПІІ побутує думка про те, що підприємства з участю ПІІ є більш ефективними, ніж інші вітчизняні виробники, оскільки вони мають можливість вдосконалювати виробничий процес і технології, використовуючи зарубіжний досвід та фінансові ресурси, яких бракує вітчизняним підприємствам. Крім того, прагнення максимізувати прибуток стимулює ПІІ-підприємства до більш раціональної поведінки на ринку, а також можуть існувати істотні відмінності в ефективності між підприємствами з ПІІ та вітчизняними компаніями. З іншого боку, деякі дослідники [8] відзначають, що іноземні фірми погано орієнтуються в особливостях внутрішнього ринку, а тому можуть бути не більш або навіть менше ефективними, ніж вітчизняні. У деяких публікаціях [9] зазначається, що за умови недостатнього розвитку ринкових відносин та фінансових ринків в країні-реципієнті іноземного капіталу, останній може лише незначною мірою покращати ринкову вартість підприємств. Емпіричні дослідження дають неоднозначні результати, тому складно робити будь-які висновки без докладного аналізу.

Протягом останніх десятиліть значення міжнародних потоків капіталу невпинно зростає, причому прямі іноземні інвестиції (ПІІ) стають основним джерелом зовнішнього фінансування країн, що розвиваються. Обсяги іноземних інвестицій значно відрізняються, зважаючи на багато факторів, таких як політична стабільність країни, інвестиційний клімат, політика уряду стосовно міжнародної торгівлі, обмінного курсу тощо. За статистичними даними, зростання прямих іноземних інвестицій в економіку України за останні десять років зберігає позитивну тенденцію розвитку (рисунок).

Дослідження показали, що підприємства з ПІІ відзначаються більшою продуктивністю у Польщі, Угорщині, Болгарії, Румунії, Індонезії, Китаї [6, 7], у той час, як можна стверджувати протилежне для підприємств Польщі, Канади [8, 9], де явно враховувались великі розміри та фондоозброєність підприємств з ПІІ.

Вплив прямих іноземних інвестицій на ситуацію малих і середніх підприємств в Україні на сьогодні не є добре вивченим. В деяких публікаціях використовувались дані підприємств минулих централізовано-планованих економік, які нині перебувають на стадії перехідного періоду [6, 7]. Однак ймовірно, що ситуація України може істотно відрізнятись від раніше досліджених випадків, зважаючи на деякі політичні, географічні та соціальні особливості.

Динаміка прямих іноземних інвестицій в економіку України



Прогнозування обсягів ПІІ в економіку України (на основі даних [1])

Результати проведених досліджень отримані з використанням відповідного методичного інструментарію, хоча у цій області не спостерігається очікуваного різноманіття методів та моделей. Наведемо найпоширеніші з них:

1. Модель В. Леонтєва [10].

На макрорівні ця модель відображає функціонування двох груп країн – розвинутих, і тих, що розвиваються. Зв'язок між ними забезпечується потоком виробничих інвестицій, що вивозяться з розвинутих країн в ті, що розвиваються. Цей тип зв'язку задається принципами мультиплікатора та акселератора. Відповідно до заданої моделі економічний ріст в країнах-реципієнтах прямо залежить від темпів росту розвинутих країн і від початкового розміру капіталу, що вивозиться. Незважаючи на те, що усі параметри моделі досить легко оцінити і використати в практичних розрахунках, вона не дає змоги вивести, як впливають розміри ПІІ на темпи економічного росту в конкретній країні і відповідно на конкретному підприємстві.

2. Модель економічного зростання, яка ґрунтується на використанні виробничих функцій (модель Вальфенса-Джесінські) [10].

Модель ґрунтується на традиційному апараті виробничих функцій. Вальфенс і Джесінські ототожнюють іноземний основний капітал з накопиченими ПІІ. Одночасно темп технічного прогресу, рівень конкурентоспроможності в їх трактуванні залежать від чотирьох параметрів: обсягу накопичених знань, відношення імпорту до випуску, ступеня розвитку ринку, розміру експорту.

Хоча модель Вальфенса-Джесінські є прийнятною загалом, вона має багато недоліків. У цій моделі загальний обсяг основного капіталу країни-реципієнта складається з накопиченого внутрішнього капіталу і прямих іноземних інвестицій. Такий підхід викликає певні сумніви: ПІІ в загальному випадку не можуть прирівнюватися до основного капіталу через наявність тимчасових лагів в освоєнні інвестицій і поступового вибуття основних фондів. Більше того, існує небезпека подвійного рахунку, адже матеріалізовані в основних фондах ПІІ, як правило, враховуються в національній статистиці під час вирахування приросту внутрішнього основного капіталу.

3. Моделі взаємодії місцевих та іноземних інвестицій (моделі типу “хижак-жертва”) [10]. Основна ідея такої моделі полягає в тому, що іноземні і місцеві підприємства взаємодіють одне з одним. Причому підприємства одного сектору можуть розширювати своє виробництво за рахунок підприємств другого. Інколи така взаємодія може сприяти взаємному прискоренню економічної діяльності секторів. Але складність встановлення характеру такої взаємодії робить весь метод технічно трудомістким.

Деякі з цих методів не доведені до логічного завершення, їх складно адаптувати до конкретної економічної ситуації, що не дає змоги вивести кінцеві співвідношення для оцінки впливу масштабу ПІІ на темпи економічного зростання як на макро-, так і на мікрорівні реципієнта. У зв'язку з цим доцільно систематизувати існуючі підходи і обґрунтувати можливості їх практичного застосування.

Формулювання цілей статті. Основна мета публікації – дослідити характер впливу прямих іноземних інвестицій на діяльність малих і середніх вітчизняних підприємств в Україні.

Спираючись на експлораційну специфіку дослідження, неможливо апіорі передбачити, на які саме сфери діяльності підприємства ПІІ здійснюють свій вплив, оскільки в такий спосіб можна звзвити область досліджень.

Тому для побудови базової моделі впливу виникає необхідність в інтегрованому підході до всіх можливих областей діяльності підприємства, які відчують на собі вплив ПІІ. Цього можна досягти, зосередившись на такому економічному показнику, як ринкова вартість підприємства [12], оскільки саме вона може слугувати кінцевим індикатором впливу ПІІ, комплексно враховуючи всеможливі сфери діяльності підприємства.

Оцінити вплив ПІІ на зміну ринкової вартості підприємства, що, власне, і характеризує ефективність використання підприємством залучених інвестиційних ресурсів, є можливим через визначення і аналіз приросту грошового потоку, який генерується підприємством під дією ПІІ.

Виклад основного матеріалу. Останнім часом в Україні сформувались прогресивні уявлення про чинники ефективності на основі вартісно-орієнтованого процесу управління підприємством. Основну суть такого управління можна сформулювати так: центром уваги менеджменту та базою прийняття рішень є довгостроковий грошовий потік, а не тільки прибуток, рентабельність чи зміна прибутку на одну акцію. Отже, в кінцевому підсумку ефективність управління підприємством визначається не лише його ліквідністю чи рентабельністю, не тільки розмірами прибутку, а примноженням “ціни” бізнесу – ринкової вартості підприємства. Оскільки вагому роль в управлінні підприємством займає залучення інвестицій, то ринкова вартість підприємства може виступати індикатором їх впливу у вартісному виразі.

Оцінка ринкової вартості здійснюється експертами і полягає у визначенні вартості, яка може бути найбільш ймовірною ціною продажу підприємства та має відображати властивості підприємства як товару, цінність майна як цілісного майнового комплексу, поточне та найкращі альтернативні варіанти його використання.

Експерт під час здійснення оцінки враховує такі фактори: час, ризик, нематеріальні активи, ринок, на якому працює підприємство, зовнішнє конкурентне середовище та внутрішні особливості оцінюваного об'єкта, можливість придбання покупцем підприємства як цілісного майнового комплексу (100 % прав у ньому) тощо [11].

Застосування вартісних оцінок дає можливість ототожнювати підприємство з розміром інвестицій в його потужності і оцінювати ефективність діяльності, враховуючи традиційні підходи до аналізу ефективності інвестицій.

Оскільки предметом дослідження є реагування ринкової вартості на вкладення ПІІ, то доцільно розглянути можливі підходи до оцінки не самої ринкової вартості, а до оцінки внеску ПІІ в приріст ринкової вартості підприємства.

У задачі оцінки внеску ПІІ можна виділити такі два аспекти:

– вплив ПІІ на стан матеріальних активів (нову продукцію, технології, техніку тощо), а отже, на зміну вартості підприємства;

– вплив організаційно-управлінської діяльності, здійснюваної інвестором, що сприяє збільшенню нематеріальних, інтелектуальних активів підприємства, які призводять часом до більшого приросту вартості підприємства, ніж при здійсненні реальних інвестицій.

Під час проведення оцінки слід виходити з того, що внесок ПІІ в підвищення ринкової вартості підприємства змінюється в міру того, як реалізуються окремі послідовні стадії життєвого циклу реалізації інвестицій.

Враховуючи вищевикладене, для оцінки впливу ПІІ доцільно застосувати методику дисконтованих грошових потоків (DCF) [12]. Приріст вартості підприємства (ΔC) внаслідок здійснення ПІІ пропонується визначати за формулою

$$\Delta C = \sum_{t=1}^n \frac{P_t^* - P_t}{(1+r)^t} - \sum_{t=1}^n \frac{B_t}{(1+r)^t}, \quad (1)$$

де B_t – витрати іноземних інвесторів в період часу t ; P_t^* – сальдо грошових потоків в період часу t з врахуванням ПІІ; P_t – сальдо грошових потоків в період часу t , отримане без врахування ПІІ; r – ставка дисконту.

З формули (1) випливає, що основними чинниками, які визначають приріст вартості підприємства, є ставка дисконту, що враховує ризики, пов'язані з інвестиційною діяльністю, інші витрати іноземних учасників в перерізі кожної сфери діяльності підприємства і сальдо грошових потоків з врахуванням інвестиційного проекту і без нього.

Складність застосування формули на практиці переважно пов'язана з визначенням ставки дисконту, яка, по-перше, повинна бути відкорегованою з врахуванням ризиків в перерізі кожної сфери діяльності підприємства, а, по-друге, може змінюватись як під дією макроекономічної ситуації, так і у міру наближення до кінця періоду реалізації проекту внаслідок зниження невизначеності майбутніх доходів. З огляду на це, вплив ризиків для іноземного інвестора можна зменшити різними способами: ефективне управління, укладання довготермінових договорів зі споживачами, проведення активної маркетингової діяльності, застосування логістичних підходів в управлінні матеріальними і інформаційними потоками тощо [12].

Крім вищевикладеної методики, рекомендується застосовувати ринковий підхід (метод підприємства-аналога). Підбираючи підприємство-аналог, доцільно враховувати аналогічність продукту (послуги), що пропонується підприємством, ступінь новизни для ринку і технічної новизни, галузеву належність та подібність вихідної сировини і матеріалів, тобто підприємство-аналог повинно працювати у тій самій галузі, що і об'єкт оцінки, або в галузі, що є чутливою до тих самих економічних чинників.

Для з'ясування цих питань слід провести порівняльний аналіз кількісних та якісних подібностей та відмінностей між аналогічними підприємствами та об'єктом оцінки. Ринковий підхід передбачає розрахунок вартості підприємства на основі результатів його зіставлення з іншими підприємствами-аналогами [13].

Вплив ПІІ пропонується визначати за формулою

$$\Delta C = P_{\text{ПДПР}} \times \left[\left(\frac{C}{P} \right)_{\text{аналог1}} - \left(\frac{C}{P} \right)_{\text{аналог0}} \right],$$

де ΔC – приріст ринкової вартості підприємства в результаті впливу ПІІ; $P_{\text{ПДПР}}$ – поточний прибуток підприємства; $\left(\frac{C}{P} \right)_{\text{аналог0}}$, $\left(\frac{C}{P} \right)_{\text{аналог1}}$ – співвідношення “ціна-прибуток” підприємства відповідно до і після вкладу ПІІ.

Перевагою методу підприємства-аналога є використання реальної ринкової вартості підприємства. Недоліки методів оцінки за ринковим підходом зумовлені тим, що вони не враховують вартість потенційних прибутків, які можна отримати, експлуатуючи об'єкт оцінки.

Саме тому в деяких випадках результати оцінки приросту ринкової вартості підприємства за згаданим методом доцільно зіставляти з приростом вартості підприємства, розрахованим за методом дисконтування грошових потоків.

Висновки і перспективи подальших досліджень. Зважаючи на мінливі умови вітчизняного ринку, узагальнено існуючі методи та розроблено універсальний підхід для здійснення об'єктивної оцінки впливу ПІІ на діяльність підприємств, який ґрунтується на використанні ринкової вартості підприємства як кінцевого індикатора впливу ПІІ.

Результати проведеного дослідження можуть бути адаптованими до різноманітних сфер національної економіки як вітчизняними підприємцями, так і нерезидентами. Володіючи реальною інформацією щодо ПІІ як чинника впливу на ринкову вартість, підприємства, власники та керівництво більш економічно обґрунтовано прийматимуть рішення щодо реструктуризації підприємств та залучення інвестиційних ресурсів.

Щодо перспектив подальших досліджень, використовуючи запропонований підхід і аналізуючи економічну ситуацію кожного вітчизняного підприємства, яке залучає іноземний капітал, можна узагальнити отриману інформацію та оцінити ситуацію по кожній галузі та у країні загалом. Скориставшись результатами проведеного аналізу, можливо гарантувати значний ступінь економічної безпеки, пов'язаної з діяльністю будь-яких іноземних інвесторів в інвестиційній сфері економіки держави, шляхом доповнення нині чинних в Україні нормативно-правових документів окремими положеннями, а також розробити і запровадити багато нових документів.

1. *Статистичний щорічник України за 2005 рік / Державний комітет статистики України.* – К.: Техніка, 2006. – С. 576.
2. Мелентьева Н.Ю. *Прямые иностранные инвестиции в России. Является ли иностранное предприятие более производительным?* – М.: Российская экономическая школа, 2000.
3. Борщевський В. В. *Іноземні інвестиції як чинник регіонального розвитку // Фінанси України.* – 2003. – № 10.
4. Патора-Висоцька З., Книш Д. *Малий бізнес і прямі іноземні інвестиції: Монографія.* – Львів: Вид-во НУ "Львівська політехніка", 2006.
5. Шакина А. *Прямые иностранные инвестиции в странах Восточной Европы// Мировая экономика и международные отношения.* – 2003. – №2.
6. Sun H. "Foreign Investment and Economic Development in China: 1979–1996", Ashgate Publishing Ltd, 1998.
7. Konings J. "The effect of Direct Foreign Investment on Domestic Firms: Evidence from Firm Level Panel Data in Emerging Economies", Working Paper, LICOS, Centre for Transition Economics And Economics Department Catholic University of Leuven, 1999.
8. Globerman S., Ries J.C., Vertinsky I. "The economic performance of foreign affiliates in Canada", *Canadian Journal of Economics*, XXVII, No1, February 1994.
9. Blomstrom M., Sjöholm F. "Technology transfer and spillovers: Does local participation with multinationals matter?". – *European Economic Review*, 1999.
10. Толбатов Ю.А. *Економетрика: Підручник.* – К.: Четверта хвиля, 1997.
11. *Постанова Кабінету Міністрів України від 10 грудня 2003 р. №1891 "Про методику оцінки майна".*
12. Крикавський Є. *Логістичне управління: Підручник.* – Львів: Вид-во НУ "Львівська політехніка", 2005. – 684 с.
13. Бланк И.А. *Управление денежными потоками.* – К.: "Ника-Центр", "Эльга", 2002.