



Рис 1. Структуризация функциональных отношений.

#### Источники и литература

1. Берсуцкий А.Я. Ресурсно-ситуационный метод управления процессом производства // Экономика и управление. – 2002. – №2,3. – С. 62–65.
2. Закон Украины «Про внесення змін до деяких законів України щодо регулювання діяльності в аграрному секторі економіки» от 19.06.2003г. – № 974
3. Закон Украины «Про особисте селянське господарство» от 15 травня 2003 року N 742-IV
4. Сайко Е. Особенности состава и классификации производственных запасов // Бухгалтерский учет и аудит. – 2003. – №9. – С. 36–40.

#### Коробков Д.В.

### БАЗЫ КОЭФФИЦИЕНТОВ ДЛЯ ИНДЕКСА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ IAE

Одним из факторов, который может оказать существенное воздействие на развитие предприятия, является его инвестиционная привлекательность. В настоящее время разработано множество различных методик, которые позволяют оценивать предприятие с точки зрения его инвестиционной привлекательности. Данная проблема глубоко рассматривалась в работах [1, 2, 4]. Авторами перечисленных работ предложены различные подходы к определению инвестиционной привлекательности предприятия, которые основываются на анализе результатов финансово-хозяйственной деятельности.

На наш взгляд остаётся актуальной проблема формирования базы коэффициентов, наиболее полно соответствующей поставленной инвестором цели инвестирования, на основе значений которых будет осуществляться интегральная оценка инвестиционной привлекательности предприятия.

Для того чтобы точнее определить набор подлежащих к включению в базу индекса инвестиционной привлекательности предприятия IAE (который подробно описан в работе [2]) коэффициентов, следует определить, какую цель будет преследовать инвестор. Зачастую инвестиции в предприятие преследуют одну из перечисленных ниже целей:

1) получение дохода от финансово-хозяйственной деятельности предприятия. В таком случае должны быть рассмотрены коэффициенты, характеризующие рентабельность объекта инвестирования, а также его надёжность;

2) получение дохода в результате приобретения предприятия и последующей его продажи как действующий бизнес либо как целостный имущественный комплекс. В данном случае могут быть рассмотрены показатели, характеризующие состояние его материальных и нематериальных активов, их рыночную стоимость, занимаемую предприятием долю рынка и другие показатели;

3) иные цели, которые, например, могут преследовать вертикальную или горизонтальную интеграцию существующего бизнеса инвестора. Зачастую аналитик будет рассматривать целый комплекс показателей характеризующих внутреннюю и внешнюю среду предприятия.

Полученное значение индекса должно принадлежать одному из следующих интервалов: критический интервал, минимальный интервал, удовлетворительный интервал, хороший интервал и наилучший интервал. Сказанное выше представлено в табл. 1.

**Таблица 1.** Выбор базы индекса в зависимости от цели определения инвестиционной привлекательности предприятия

БАЗА ИНДЕКСА С ОТКРЫТОЙ АРХИТЕКТУРОЙ		ЦЕЛЬ ОПРЕДЕЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ		
		Получение доходов от финансово-хозяйственной деятельности предприятия	Вертикальная или горизонтальная интеграция существующего бизнеса с рассматриваемым предприятием	Получение дохода от приобретения предприятия и дальнейшей его перепродажи
Показатель 1	Коэффициент ( $C_i$ )	Рентабельность активов	Валовая рентабельность продаж	Рентабельность активов
	Весовая доля ( $W_i$ )	0,3	0,2	0,2
Показатель 2	Коэффициент ( $C_i$ )	Рентабельность собственного капитала	Валовая рентабельность производства	Валовая рентабельность производства
	Весовая доля ( $W_i$ )	0,3	0,2	0,2
Показатель 3	Коэффициент ( $C_i$ )	Коэффициент обеспечения	Коэффициент износа основных средств	Коэффициент износа основных средств
	Весовая доля ( $W_i$ )	0,1	0,3	0,3
Показатель 4	Коэффициент ( $C_i$ )	Коэффициент финансового риска	Коэффициент Z-Альтмана	Коэффициент покрытия
	Весовая доля ( $W_i$ )	0,1	0,2	0,1
Показатель 5	Коэффициент ( $C_i$ )	Коэффициент Бивера	Коэффициент финансовой автономии	Коэффициент финансовой зависимости
	Весовая доля ( $W_i$ )	0,2	0,1	0,2
Анализ полученных значений индекса (IAE)	Критический интервал	$0 \leq IAE < 20$	$0 \leq IAE < 20$	$0 \leq IAE < 20$
	Минимальный интервал	$20 \leq IAE < 40$	$20 \leq IAE < 40$	$20 \leq IAE < 40$
	Удовлетворительный интервал	$40 \leq IAE < 60$	$40 \leq IAE < 60$	$40 \leq IAE < 60$
	Хороший интервал	$60 \leq IAE < 80$	$60 \leq IAE < 80$	$60 \leq IAE < 80$
	Наилучший интервал	$80 \leq IAE \leq 100$	$80 \leq IAE \leq 100$	$80 \leq IAE \leq 100$

Если значение индекса принадлежит хорошему или наилучшему интервалу, то инвестору целесообразно инвестировать в рассматриваемое предприятие. Если значение индекса принадлежит удовлетворительному интервалу и отсутствуют альтернативные объекты, то инвестору можно осуществлять инвестиции в исследуемое предприятие. Если значение индекса принадлежит минимальному интервалу и отсутствуют альтернативные объекты, то инвестору следует воздержаться от инвестиций в рассматриваемое предприятие. Если значение индекса принадлежит критическому интервалу, то инвестору не следует осуществлять инвестиции в рассматриваемое предприятие.

Кроме сказанного выше, можно также добавить и следующее: если полученное значение индекса с открытой архитектурой IAE, характеризующее инвестиционную привлекательность предприятия принадлежит удовлетворительному, хорошему или наилучшему интервалам и при этом прослеживается позитивная динамика рассчитанных значений во времени, то это свидетельствует о том, что хозяйствующий субъект успешно развивается и, как следствие, он может быть рекомендован в качестве объекта для инвестирования. Если же полученное значение индекса принадлежит минимальному или критическому интервалам и при этом прослеживается негативная динамика рассчитанных значений во времени, то это свидетельствует о том, что на предприятии ухудшается финансово-хозяйственная деятельность и, как следствие, оно не должно быть рекомендовано в качестве объекта для инвестирования.

Следует также отметить, что предложенные расчетные базы описанных выше финансовых коэффициентов с соответствующими весовыми долями достаточно полно раскрывает способность предприятия генерировать доходы, а также возникновение ситуации его потенциальной неплатежеспособности. При этом особо необходимо подчеркнуть, что в зависимости от целей инвестора, а также его понимания значимости значения того либо иного коэффициента для инвестиционной привлекательности предприятия может также меняться состав расчетной базы финансовых коэффициентов и их весовые доли. Таким образом, предложенный индекс с открытой архитектурой IAE, отражающий инвестиционную привлекательность предприятия, подтверждает свою адаптационную способность.

Анализировать и оценивать полученные в результате расчетов значения индекса инвестиционной привлекательности ценных бумаг IAS (который подробно описан в работе [3]) необходимо совместно с полученными значениями индекса инвестиционной привлекательности предприятия IAE.

Если значения индекса инвестиционной привлекательности IAE, рассчитанного с позиции получения дохода от приобретения предприятия и дальнейшей его перепродажи принадлежат к:

- 1) наилучшему, хорошему или удовлетворительному интервалам, а индекс инвестиционной привлекательности его ценных бумаг снижается или остаётся неизменным. Рекомендуется приобретать контрольный пакет акций рассматриваемого хозяйствующего субъекта;
- 2) наилучшему, хорошему или удовлетворительному интервалам, а индекс инвестиционной привлекательности его ценных бумаг снижается или остаётся неизменным. Рекомендуется приобретать контрольный пакет акций рассматриваемого хозяйствующего субъекта;

тельности его ценных бумаг увеличивается. Рекомендация относительно приобретения контрольного пакета акций рассматриваемого хозяйствующего субъекта должна основываться на максимально возможной сумме средств выделенных для его приобретения;

3) минимальному или критическому интервалам. Тогда не зависимо от значения индекса инвестиционной привлекательности рассчитанного для его ценных бумаг, не рекомендуется приобретать долевые ценные бумаги рассматриваемого хозяйствующего субъекта.

Если значения индекса инвестиционной привлекательности IAE, рассчитанного с позиции вертикальной или горизонтальной интеграции существующего бизнеса с рассматриваемым предприятием принадлежат к:

1) наилучшему, хорошему или удовлетворительному интервалам, а индекс инвестиционной привлекательности его ценных бумаг снижается или остаётся неизменным. Рекомендуется приобретать контрольный пакет акций рассматриваемого хозяйствующего субъекта;

**Таблица 2.** Анализ значений индекса инвестиционной привлекательности ценных бумаг

Изменение текущего значения индекса ( $IAS_t$ ) по отношению к предыдущему значению индекса ( $IAS_{t-1}$ )	Значение индекса инвестиционной привлекательности предприятия IAE <sub>t</sub> , рассчитанного с позиции получения доходов от финансово-хозяйственной деятельности	Интерпретация результатов
УВЕЛИЧЕНИЕ	<div style="display: flex; flex-direction: column; align-items: center;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-bottom: 5px;">Наилучший интервал</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-bottom: 5px;">Хороший интервал</div> </div>	Рекомендуется приобретать рассматриваемые ценные бумаги.
НЕИЗМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ	<div style="display: flex; flex-direction: column; align-items: center;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-bottom: 5px;">Удовлетворительный интервал</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-bottom: 5px;">Минимальный интервал</div> </div>	Рекомендуется не осуществлять каких-либо операций с рассматриваемыми ценными бумагами.
УМЕНЬШЕНИЕ	<div style="display: flex; flex-direction: column; align-items: center;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-bottom: 5px;">Критический интервал</div> </div>	Рекомендуется реализовывать рассматриваемые ценные бумаги.

2) наилучшему, хорошему или удовлетворительному интервалам, а индекс инвестиционной привлекательности его ценных бумаг увеличивается. Рекомендация относительно приобретения контрольного пакета акций рассматриваемого хозяйствующего субъекта должна основываться на максимально возможной сумме средств выделенных для его приобретения;

3) минимальному или критическому интервалам. Тогда не зависимо от значения индекса инвестиционной привлекательности рассчитанного для его ценных бумаг, не рекомендуется приобретать долевые ценные бумаги рассматриваемого хозяйствующего субъекта.

Анализ полученных значений индекса инвестиционной привлекательности, рассчитанного с позиции получения доходов от финансово-хозяйственной деятельности и индекса инвестиционной привлекательности его ценных бумаг приведен в табл. 2. Он основывается на предположении о том, что инвестор рассчитывает на получение дохода от различных рыночных операций с акциями рассматриваемого предприятия, а также дохода от выплаты дивидендов.

Из всего сказанного выше можно сделать следующие выводы:

1) на основе коэффициентов, характеризующих различные аспекты финансово-хозяйственной деятельности, можно формировать бесчисленное множество баз для индекса IAE, которые будут соответствовать одной из поставленных инвестором цели определения инвестиционной привлекательности предприятия;

2) инвестор может сформировать базы коэффициентов с соответствующими весовыми долями для индекса IAE, которые, на его взгляд, наиболее полно отвечают основным целям инвестирования в предприятие;

3) анализ полученных значений инвестиционной привлекательности ценных бумаг должен осуществляться совместно с полученными значениями инвестиционной привлекательности предприятия.

Дальнейшие разработки, затрагивающие тематику формирования баз из финансовых коэффициентов с соответствующими весовыми долями для индекса инвестиционной привлекательности предприятия, могут быть основаны на статистическом исследовании результатов финансово-хозяйственной деятельности предприятия и тенденциях развития всей отрасли.

#### Источники и литература

1. Бень Т. Г., Довбня С. Б. Интегральна оцінка фінансового стану підприємства. Фінанси України. – 2002. – № 6. – С. 53–60.
2. Коробков Д. В. Индексний підхід до визначення інвестиційної привабливості підприємств // Економіка розвитку. – 2005. – № 1 (33). – С. 82 – 86.
3. Коробков Д. В. Трендовий аналіз і індексне моделювання інвестиційної привабливості цінних паперів // Фінанси України. – 2004. – №11. – С. 110–117
4. Юхимчук С. В., Супрун С. Д. Матрична модель оцінки інвестиційної привабливості промислових підприємств. Фінанси України. – 2003. – № 1. – С. 3–12.

#### **Крючков И.В., Боднер Г.Д., Пчелинцева А.Н.** **ИНВЕСТИРОВАНИЕ ПЕНСИОННЫХ РЕЗЕРВОВ**

В настоящее время в Украине сформирована трёхуровневая пенсионная система на базе солидарного и накопительного принципов с использованием государственного и негосударственного пенсионных фондов (ГПФ и НПФ). Проблема инвестирования пенсионного капитала является результатом применения накопительного принципа, когда момент начала пенсионных выплат работнику зачастую наступает через несколько десятков лет после момента уплаты пенсионных взносов в фонд работодателем и работником. Задачи инвестирования заключаются в дополнительном финансировании экономики Украины, ускорении экономического роста, приращении пенсионного капитала и в увеличении или хотя бы сохранении первоначального уровня покупательной способности вложенных активов.

Партин Г.О. и Тивончук О.Ч. в работе [6] обосновывают необходимость и пути развития негосударственных пенсионных фондов, как обязательного элемента совершенствования пенсионного обеспечения в Украине.

Особенности участия мировых компаний в инвестиционных процессах на рынке пенсионных услуг в условиях России проанализированы Гребенщиковым Е.С. [3]. Итоги работы негосударственных пенсионных фондов России изложены в работе Батаева В.В. [2].

Цель настоящей статьи состоит в сравнительном анализе вариантов инвестирования пенсионных резервов с учётом отличительных характеристик инструментов инвестирования, обеспечения надёжности и прибыльности операций, оценки полноты сохранения покупательной способности инвестируемого капитала.

Государственный пенсионный фонд Украины реализует общеобязательное государственное пенсионное страхование, исходя из принципов как солидарной, так и накопительной систем.

Совершенствование функционирования пенсионной системы страны зависит от большого числа факторов, среди которых состояние экономики, состояние совокупного бюджета пенсионных фондов и ВВП, «возраст» обновлённой пенсионной системы, совершенство госрегулирования и т.п. При этом наблюдаются общие тенденции «старения» населения. Четыркин, Кабалкин приводят данные о том, что лица старше 65 лет составляют 16 % населения Европы. До 2030 года ООН ожидает увеличения этой доли до 25 % [7].

Солидарная система преобладает во многих странах континентальной Европы, в том числе во Франции, Германии и Италии. Постоянный процесс старения населения угрожает стабильности функционирования таких систем пенсионного обеспечения. Для сохранения текущего уровня выплат необходимо постоянно увеличивать сумму взносов, что приводит к росту затрат на оплату труда и уменьшение конкурентоспособности предприятий. В США, например, пенсия на основе солидарной системы составляет около 35 % от среднего дохода за всё время работы до выхода на пенсию. Ставка обязательных отчислений работодателей в государственную пенсионную систему в США составляет только 12,5 %.

В Украине доля лиц в возрасте старше трудоспособного на протяжении 1996 -2000 годов возросла с 22,7 % до 23,4 %. Проблемы финансирования пенсионных выплат за годы независимости Украины проанализированы О. М. Мельником [5].

Большинство специалистов считают необходимым переход к накопительной системе, когда вводится персонализированный учёт и на личном счёте работника с момента  $T_1$  отражаются поступающие пенсионные взносы от работника и его работодателя. Пенсионные выплаты осуществляются с момента  $T_2$ , причём интервал времени  $\Delta T = T_2 - T_1$  может составлять несколько десятилетий. Вложения накапливаются на счетах работников, что совершенно необходимо для наращивания пенсионных ресурсов, защиты от инфляции, повышения покупательной способности этих средств. Мировая практика показывает, что при надлежащей организации и необходимом участии государства в процессе инвестирования достигаемый эффект значителен. Интересно, что вопрос о возможности инвестирования резервов Фонда нобелевских премий решался долго и трудно, но полученные результаты намного оправдали все ожидания.

Ресурсные взносы работодателя в накопительные пенсионные фонды создают относительно недоро-