

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ПРИЙНЯТТЯ РІШЕНЬ З УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЮ ДІЯЛЬНІСТЮ

*Смолянська О. Ю., доцент, Смолянський Ю. В., магістрант
Полтавська державна аграрна академія*

У статті проаналізовано ряд актуальних питань щодо застосування традиційної статичної методики та нової - динамічної, що враховує фактори зміни вартості грошових потоків інвестиційних проектів та приведення їх до теперішньої вартості з допомогою дисконтної ставки.

In the article the row of pressing questions is analysed in relation to application of traditional static methodology and new - dynamic, that takes into account the factors of change of cost of money streams of investment projects, and bringing them over to the present value with the help of discount rate.

Постановка проблеми. Розвиток економіки в умовах ринкового господарства, її ефективність перш за все визначається різноманітністю їх існуючих та знов створюваних форм підприємницької діяльності, а також здатністю системи управління цих підприємницьких структур швидко адаптуватися до умов динамічної зміни ринкової кон'юнктури, враховувати ризики та невизначеність майбутньої ситуації і приймати раціональні управлінські рішення стосовно інвестицій.

Зробити найкращий вибір інвестицій – досить важке завдання, вирішити яке, як показав вітчизняний досвід, більшості менеджерів не під силу. Причиною цього є як недостатній досвід роботи в ринкових умовах, так і не адаптована до умов вітчизняної економіки методична база оцінки ефективності інвестицій, неадекватність розрахунку дисконтної ставки для приведення грошових потоків проектів при застосуванні сучасних динамічних методів інвестиційного аналізу.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питання теорії і практики оцінки ефективності інвестиційної діяльності, формування джерел її фінансування та визначення напрямів інвестування вивчали зарубіжні вчені Г. Александер, Г. Бірман, Д. Бейлі, Л. Гітман, М. Джонк, Л. Крушвіц, Д. Норткотт, У. Шарп, С. Шмідт, Ф. Фабоцці, М. Яхяєв, В.В. Ковальов та інші. Вагомий внесок в інвестиційну теорію, розробку методики оцінки ефективності інвестицій та інвестиційної привабливості підприємств, а також в управління фінансовим забезпеченням інвестиційного процесу зробили вітчизняні науковці: І.О. Бланк, К.С. Берестовий, Л.М. Борщ, В.П. Галушко, О.І. Гуторов, М.С. Герасимчук, С.О. Гуткевич, Т.В. Майорова, А.С. Музиченко, Б.Й. Пасхавер, А.А. Пересада О.О. Терещенко та інші українські економісти. Проте з'ясування економічної сутності інвестиційної діяльності, її фінансування, визначення місця і значення в інвестиційному процесі, підвищення рейтингів привабливості об'єктів інвестування та сільськогосподарських підприємств, що дасть змогу найбільш ефективно вкладати фінансові ресурси аграрних суб'єктів господарювання, поки що залишаються недостатньо розробленими і вимагають подальшого розвитку й удосконалення.

Постановка завдання. Для інвестора важливим питанням є вибір адекватної методики оцінки результатів його інвестиційної діяльності. Інструментарій оцінки ефективності інвестиційних проектів забезпечує інвесторів та інших зацікавлених осіб проекту інформацією, необхідною для прийняття рішення про доцільність інвестування з урахуванням вартості інвестиційних ресурсів із різних джерел. Проблема полягає у правильному виборі відповідних методик оцінки ефективності інвестиційних проектів, що дали б найбільш реалістичні результати дослідження та зменшили таким чином селективні ризики. Метою статті є поглиблення теоретико-методологічних засад і практичних рекомендацій щодо раціональної моделі оцінки інвестиційної діяльності підприємств та адекватного вибору алгоритму розрахунку основи приведення грошових потоків інвестиційного проекту до теперішньої вартості – ставки дисконтування.

Виклад основного матеріалу дослідження. Для означення результативності чи доцільності реалізації проекту для інвестора використовується поняття «ефективність інвестиційного проекту». Залежно від контексту можуть використовуватися й інші характеристики – «інвестиційна привабливість», «прийнятність», «здійснюваність» тощо. Проте для безпосередніх учасників – замовників та інвесторів інвестиційного проекту – основною характеристикою є оцінка фінансової ефективності інвестицій. Зазначимо, що інвестиційній фазі будь-якого інвестиційного проекту, де відбувається його реалізація, має передувати етап оцінки передбачуваних результатів, порівняння вигод та витрат, що й визначає в абсолютному та відносному вимірі ефективність інвестиційного проекту. Найбільш загальним підходом до оцінки економічної ефективності інвестиційного проекту є визначення його ефективності на основі генерованих проектом грошових потоків: вигод (надходжень) та витрат. Саме у фінансових (вартісних) показниках синтетично узагальнюється решта показників результативності проекту [2].

Як свідчать проведені дослідження, у сучасній інвестиційній практиці найчастіше застосовуються дві групи методів оцінки фінансової ефективності: традиційні – статичні методи (проста норма прибутку, термін окупності, фондодвидача, коефіцієнт рентабельності інвестицій тощо) та сучасні методи – динамічні, які враховують реалії ринкової економіки – інфляційні зміни, ризики, альтернативні можливості, що знаходить свій прояв через зміну вартості грошей у часі та ґрунтуються на дисконтуванні грошових потоків (чистий дисконтований дохід (чиста теперішня або приведена вартість проекту), внутрішня норма рентабельності, дисконтований термін окупності, індекс прибутковості, коефіцієнт вигід-витрат).

Ефективність інвестиційного проекту відображає відповідність проекту цілям та інтересам його учасників. Оцінка ефективності базується на розрахунку цілого ряду показників. Від обґрунтованості такої оцінки залежать терміни повернення вкладених коштів і перспективи розвитку підприємства.

Серед показників економічної ефективності виділяють статичні, що не враховують вплив фактора часу, і динамічні, що ґрунтуються на дисконтуванні грошових потоків (рис. 1).

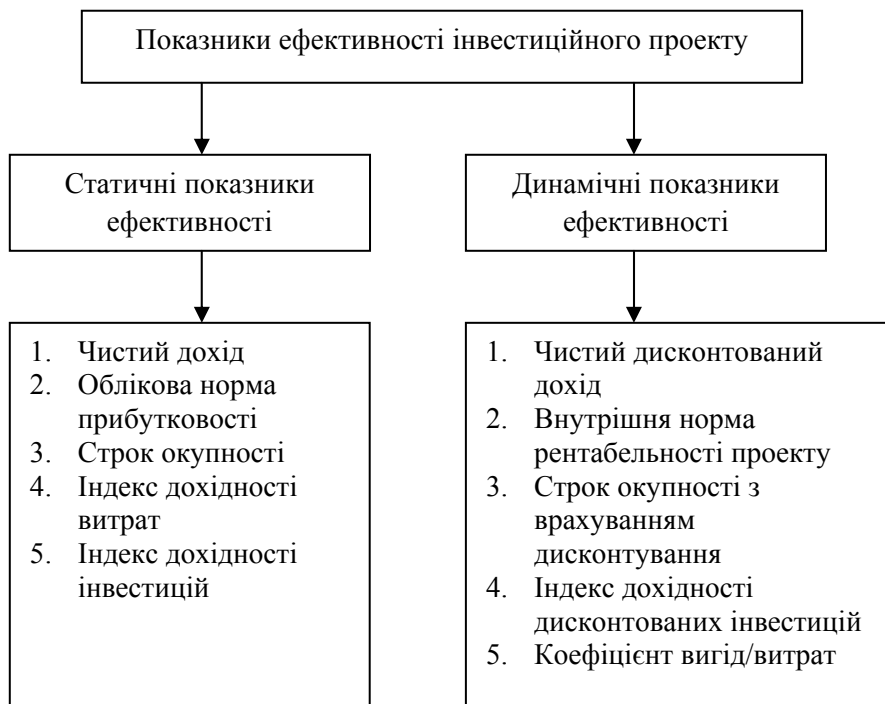


Рис. 1. Показники ефективності інвестиційного проекту [1, с. 78]

Статичні методи – ґрунтуються на облікових оцінках, не враховують впливу факторів ринкової економіки, таких, як інфляційні зміни, ризик можливості недоотримання доходу або втрати всього інвестованого капіталу, ліквідність, альтернативність інвестицій, що призводять до зміни вартості грошових потоків у часі, роблять їх вартіснонеспівставними та вимагають приведення їх до одного моменту часу – початку або завершення інвестиційного процесу [1, 4].

Дисконтна методика оцінки економічної ефективності інвестиційних проєктів ґрунтується на таких принципах:

- врахування генерованих грошових потоків проєктом за всі стадії його життєвого циклу – від першої витрати на обґрунтування ідеї проєкту до останньої вигоди від ліквідації;

- оцінка повернення інвестованого капіталу на підставі показників чистого прибутку та амортизаційних відрахувань у процесі експлуатації інвестиційного проєкту;

- концепція зміни вартості грошей у часі: реалізація цього принципу здійснюється шляхом приведення усіх грошових потоків за проєктом до теперішнього часу;

- концепція альтернативної вартості ресурсів, згідно з якою витрати на використання ресурсів являють собою їх вартість при альтернативному використанні останніх;

- урахування співвідношення ефекту від проєкту та обсягу інвестованого капіталу;

- урахування періоду життя проєкту;

- урахування фактора інфляції при порівнянні грошових потоків [4, 6].

Чистий дисконтований (приведений) дохід (англ. Net Present Value, NPV) – це різниця між приведеною до теперішньої вартості шляхом дисконтування сумою грошового потоку за період експлуатації інвестиційного проекту та сумою інвестованих у його реалізацію коштів.

Отже, показник NPV відображає прогнозну оцінку зміни економічного потенціалу підприємства у випадку прийняття проекту, причому оцінка робиться на момент закінчення проекту, але з позиції поточного моменту, тобто початку проекту. Проект приймається, якщо $NPV > 0$. Критерій простий у розрахунках, має важливу властивість адитивності у просторово-часовому аспекті, тобто NPV різних проектів можна додавати для знаходження загального ефекту під час оцінювання портфеля інвестиційних проектів. Разом з тим, критерій NPV, будучи абсолютним показником, не дає інформації про резерв безпеки проекту, тобто не відповідає на питання, наскільки велика небезпека, що проект, який вважався прибутковим, раптом стане збитковим через помилки у прогнозних оцінках доходів і/або вартості капіталу. Якщо $NPV < 0$, то проект повинен бути відхилений. Якщо $NPV = 0$, то проект неприбутковий, але й не збитковий, проте водночас обсяги виробництва зростають, тобто підприємство збільшиться в масштабах.

Під час розрахунку NPV, як правило, використовується постійна ставка дисконтування, однак за деяких обставин, наприклад, очікується зміна облікових ставок, внаслідок інфляції, можуть використовуватися індивідуальні за роками коефіцієнти дисконтування.

Внутрішня норма доходності (англ. Internal rate of return, IRR) – це дисконтна ставка, за якою майбутня вартість грошового потоку від інвестицій приводиться до теперішньої вартості інвестованих коштів.

Внутрішню норму доходності можна охарактеризувати і як дисконтну ставку, за якою чистий приведений дохід у процесі інвестування буде приведено до нуля, тобто $IRR = i$, при якому $NPV = 0$ [3].

Економічний зміст критерію IRR такий: він показує максимальний рівень витрат, який може бути асоційований із даним проектом. Проект рекомендується прийняти, якщо IRR більше від вартості джерела фінансування. Якщо значення IRR двох альтернативних проектів більше від вартості залучених для їх реалізації джерел коштів, то вибір кращого з них за критерієм IRR неможливий. Цей критерій не є адитивним, не враховує суттєвостей величини елементів грошового потоку і, крім того, для неординарних грошових потоків IRR може мати декілька значень. Неординарним називається такий потік, коли притоки коштів чергуються в будь-якій послідовності з їхніми відтоками, на відміну від ординарного потоку, якщо він складається з вихідної інвестиції, зробленої одночасно або протягом кількох послідовних базових періодів.

Для характеристики ефективності інвестицій в основному використовують термін окупності, внутрішню норму рентабельності, рентабельність (дохідність). Ці показники є результатами зіставлення розподілених у часі віддач із сумами інвестицій.

Розглянемо методи визначення терміну окупності (англ. Payback Period, PBP) на основі дисконтування. Якщо дохід розподілений за роками рівномірно, то термін окупності (PBP) розраховується діленням сумарних дисконтованих інвестиційних витрат проекту на величину середньорічного дисконтованого чистого грошового потоку від операційної діяльності, зумовленого цими витратами.

У випадку нерівномірного розподілу прибутку, строк окупності інвестиції розраховують прямим підрахунком кількості років, протягом яких інвестиція буде погашена кумулятивним доходом. Отже, критерій PBP для нерівномірного розподілу прибутку показує кількість періодів, за яку інвестиція буде повністю відшкодована за рахунок генерованих проектом потоків коштів. Проект приймається, якщо таке відшкодування має місце. Тобто, якщо термін окупності проекту менший від терміну його експлуатації.

Індекс дохідності (прибутковості) (англ. Index Profitability, IP) та коефіцієнт вигід/витрат (англ. Benefit/ Cost ratio, B/C) показують співвідношення сумарних дисконтованих вигід інвестиційного проекту в першому випадку до дисконтованих інвестиційних витрат, а в другому – до дисконтованих загальних витрат за проектом, за даними показниками проект приймається, якщо результати розрахунків більше 1 [1, 2].

Розрахунок ставки дисконтування є одним з найбільш спірних питань в теорії фінансів. Однак це зовсім не применшує значення і корисність цього показника, оскільки ставка дисконтування дозволяє показати рівень ризику інвестування коштів у конкретний проект; характеризує норму прибутку, за якою майбутні (проектні) грошові потоки вигод приводяться до теперішньої вартості інвестиційних витрат проекту; характеризує вартість залученого підприємством капіталу [5].

Існує велика кількість різних методів для обчислення величини дисконтної ставки. Однак жоден з них не є надзвичайно точним і раціональним, тому що він не враховує всіх численних особливостей кожної окремої компанії і певних економічних умов. Найбільш поширеним є: метод середньозваженої вартості капіталу (WACC), метод оцінки капітальних активів (CAPM) та метод кумулятивної побудови дисконтної ставки з врахуванням безризикової ставки, середньорічних прогнозних темпів інфляції та премії за ризик. Останній з перелічених є найбільш адекватним до вітчизняних реалій, але його, як зазначає Грідасов В.М., необхідно доповнити статистико-математичним методом кореляційно-регресійної залежності оцінки таких основних факторів як облікової ставки НБУ, рівня інфляції та премії за ризик [5, 7].

Висновки. На нашу думку, дисконтна методика також не бездоганна. Викликає сумнів передусім основний принцип, на якому ґрунтується ця методика, — принцип приведення (шляхом дисконтування) усіх грошових потоків за проектом до теперішнього часу. Розраховані у такий спосіб показники ефективності проекту не відповідають реальним фінансовим результатам інвестиційного проекту.

Так, показник NPV показує не фінансовий результат від експлуатації інвестиційного проекту, а фінансовий результат від його негайного продажу. Отже, цей показник може використовуватися для оцінки ефективності спекулятивних операцій купівлі певних об'єктів (підприємств) із метою їх негайного продажу. Ці недоліки мають й інші показники дисконтної методики оцінки економічної ефективності інвестиційних проектів. Отже, ми прийшли до висновків, що для замовника, який буде експлуатувати інвестиційний проект у майбутньому, дисконтна методика оцінки економічної ефективності інвестиційних проектів також не відповідає реаліям.

Очевидно, існує проблема неадекватності існуючих на сьогодні методів інвестиційного аналізу для різних учасників інвестиційного проекту. На нашу думку, доцільно застосовувати в деяких випадках принципово новий методологічний підхід до розв'язання цієї проблеми, що ґрунтується не на дисконтуванні грошових потоків, а на їх нарощуванні (компаудингу), тобто на приведенні усіх грошових потоків за проектом до моменту завершення проекту – майбутньої вартості грошових потоків.

Зазначимо, що оцінка ефективності інвестиційних проектів на основі компаудингу базується на таких принципах:

- оцінка повернення інвестованого капіталу на підставі показників чистого прибутку та амортизаційних відрахувань у процесі експлуатації інвестиційного проекту;
- модифікована концепція вартості грошей у часі: приведення усіх грошових потоків за проектом не до теперішнього, а до майбутнього часу;
- концепція платності ресурсів, ураховуючи власні, що інвестуються в проект (це необхідно враховувати при порівнянні грошових потоків, розподілених у часі). Цей принцип реалізується шляхом приведення усіх капітальних вкладень до майбутнього часу;
- урахування доходів від можливого реінвестування капіталу (цей принцип реалізується у приведенні усіх доходів від проекту до майбутнього часу);
- урахування співвідношення ефекту від проекту та обсягу інвестованого капіталу;
- урахування періоду життя проекту;
- урахування фактору інфляції при порівнянні грошових потоків.

Отже, приведення всіх грошових потоків за проектом до майбутньої вартості дозволяє враховувати доходи від можливого реінвестування капіталу (через приведення доходів до майбутньої вартості) та вартість використання позикових коштів і власного капіталу (через приведення всіх капітальних витрат до майбутньої вартості).

Крім того, методи, засновані на компаудингу, дають змогу повніше враховувати фінансово-економічні процеси, що відбуваються на всіх фазах життєвого циклу інвестиційного проекту, і включити в розгляд усі грошові потоки, що виникають при цьому.

Література:

1. Бакаєв Л.О. Кількісні методи в управлінні інвестиціями: Навч. посібник.–К.: КНЕУ, 2000.–151с.

- 2.Бланк И.А. Инвестиционный менеджмент: Учебный курс. – К.: Ника-Центр, Эльга, 2006. – 552 с.
- 3.Верба В.А., Загородніх О.А. Проектний аналіз: Підручник. – К.: КНЕУ, 2000.– 322 с.
- 4.Васильченко З.М. Оцінка ефективності інвестиційних проектів у банківській діяльності.// Фінанси України. – № 12, 2009, с.35–46.
- 5.Грідасов В. М. Інвестування: Навчальний посібник / В. М Грідасов, С. В. Кривченко, О. Є. Ісаєва. -К.: ЦНЛ, 2004. – 164 с.
- 6.Козик В.В. Оцінка ефективності інвестиційних проектів.// Фінанси України. – № 4, 2001, с.59–64.
- 7.Терещенко О.О. Ставка дисконтування у прийнятті фінансово-інвестиційних рішень // Фінанси України. – К., 2010. – с. 77-90.

УДК 330.322:631.11:336

ІНВЕСТИЦІЙНА ДІЯЛЬНІСТЬ ПІДПРИЄМСТВ ТА ДЖЕРЕЛА ЇЇ ФІНАНСУВАННЯ

Черненко Л.В., к.е.н., доцент

Полтавська державна аграрна академія

Визначено особливості формування інвестиційних ресурсів та основні джерела фінансування інвестиційної діяльності. Досліджено стан інвестиційної діяльності України та запропоновано напрями її активізації.

Peculiarities in the formation of investment resources and major sources of financing investment activity. Research of investment activity in Ukraine and suggests directions for its activation.

Постановка проблеми. Активна інвестиційна діяльність сільськогосподарських підприємств дозволяє прискорити темпи відтворення засобів виробництва. У свою чергу цей процес залежить від прийняття інвестиційних рішень суб'єктів підприємництва, які ґрунтуються на інформації про привабливість об'єктів інвестування. Все це переконливо свідчить про необхідність посилення уваги до розробки теоретико-методичних підходів та практичних рекомендацій щодо активізації інвестиційної діяльності сільськогосподарських підприємств. Тому окреслена проблема формування інвестицій сільськогосподарських підприємств регіону.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питання теорії і практики інвестицій, інвестиційної діяльності, формування джерел її фінансування та визначення напрямів інвестування вивчали зарубіжні вчені Г. Александер, Г. Бірман, Д. Бейлі, Л. Гітман, М. Джонк, Д. Норткотт, У. Шарп, С. Шмідт, М. Яхяєв та інші дослідники. Вагомий внесок у теорію інвестиційної діяльності, оцінки ефективності інвестицій та інвестиційної привабливості підприємств, а також в управління фінансовим забезпеченням інвестиційного процесу зробили вітчизняні науковці: І.О. Бланк, В.П. Галушко, О.І. Гуторов, М.С. Герасимчук, С.О. Гуткевич, Т.В. Майорова, А.С. Музиченко, Г.М. Підлісецький, А.А. Пересада, П.Т. Саблук, П.А. Стецюк, В.П. Савчук, В.Г. Федоренко, А.В. Чупіс та інші вчені-економісти. Але значна частина питань, що дасть змогу найбільш ефективно вкладати фінансові ресурси аграр-