

УДК 69.003:658

Дзюбенко Лариса Іванівна

Аспірант кафедри менеджменту в будівництві

Київський національний університет будівництва і архітектури, Київ

ОСОБЛИВОСТІ АТРИБУЦІЇ МЕХАНІЗМУ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВНОГО УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИМ ПОРТФЕЛЕМ БУДІВЕЛЬНОГО ПІДПРИЄМСТВА

***Анотація.** На основі проведеного аналізу розкривається сутність показника вартості підприємства, визначаючи її як інтегральний показник, що характеризує спроможність підприємства до ефективного функціонування у ринковому просторі та можливості генерації позитивно стійких грошових потоків на засадах раціонального управління ресурсно-компетенційними активами підприємства, що виражені у вартісних одиницях. Розкрито сутність вартісної орієнтації підприємства в контексті управління інтегрованим комплексом «активи – потенціал – фактори впливу». Визначено роль фактора часу в умовах вартісної орієнтації підприємства на основі ефективності прийняття управлінських рішень, ефективного ресурсного управління, ефективного управління фінансовими ресурсами й грошовими потоками та управління вартістю в процесі кругообігу капіталу.*

Ключові слова: вартість підприємства; вартісна орієнтація; фактор часу; цінність; ризик; бізнес-процес; фактори впливу

***Аннотация.** На основе проведенного анализа раскрывается сущность показателя стоимости предприятия, определяя ее как интегральный показатель, характеризующий способность предприятия к эффективному функционированию в рыночном пространстве и возможности генерации положительно устойчивых денежных потоков на основе рационального управления ресурсно-компетенционными активами предприятия, выраженными в стоимостных единицах. Автором раскрывается сущность стоимостной ориентации предприятия в контексте управления интегрированным комплексом «активы – потенциал – факторы влияния». Определена роль фактора времени в условиях стоимостной ориентации предприятия на основе эффективности принятия управленческих решений, эффективного ресурсного управления, эффективного управления финансовыми ресурсами, денежными потоками и управления стоимостью в процессе кругооборота капитала.*

Ключевые слова: стоимость предприятия, стоимостная ориентация, фактор времени, ценность, риск, бизнес-процесс, факторы влияния

***Abstract.** The content of the article on the basis of the analysis reveals the essence of value indicator, defining it as an integral factor that characterizes the company's ability to function effectively in the market space and the possibility of generating sustainable positive cash flow on the basis of rational management of competence resource assets, which are expressed in value terms. The author reveals the essence of the value orientation of the company in the context of an integrated set of management "asset-potential- factors of influence." The paper describes the role of the time factor in terms of value orientation based on the effectiveness of managerial decision making, effective resource management, efficient financial management and cash flow management and cost management in the process of circulation of capital. The author cites the concept of the business process value as additional qualitative description of the business process, expressing satisfaction with the result of market actors or side effect of the business process. Also the author formulates the category of value quality as serving parametric mapping the impact of changes in the company to figure its value according to extensive and intensive growth factors. The article describes the main types of risk, depending on the time argument: moment, interval, periodic, periodic-interval, wavy.*

Key words: enterprise value; value orientation; the time factor; risk; business process; factors of influence

Постановка проблеми

Ускладнення економічних відносин, посилення ролі нецінових факторів в діяльності підприємства та висока конкурентна активність усіх ринкових суб'єктів призводять до того, що будівельне підприємство виступає не тільки як виробничий або інвестиційний агент, а і як інтегрований комплекс задоволення соціально-економічних вимог. Зміна умов функціонування з ринку виробника на ринок споживача визначила, що особливістю сучасних підприємств є те, що ринкова ефективність діяльності підприємства передбачає не тільки досягнення визначеного рівня фінансових показників, а й гармонійне існування підприємства у взаємовідносинах з іншими суб'єктами ринку, зокрема зі споживачами та інвесторами. Довготривале існування підприємства на ринку та його розвиток за висхідним вектором сьогодні базується не тільки на факторі отримання прибутку, але й вимагає гармонійного поєднання цілей отримання відповідних фінансових результатів та зростання вартості підприємства. З огляду на те, що показник вартості безумовно є узагальненням сукупності ринкових факторів впливу на діяльність підприємства, його ресурсного базису та управлінських підходів до здійснення бізнес-процесів, важливого значення набуває фактор часу, який зазвичай опосередкованим чином впливає на рівень або ж напрямок зміни підприємством показника його інвестиційного потенціалу.

Аналіз наукових досліджень і публікацій

Окремі елементи сутності, значення та оцінки показника вартості підприємства розглядалися ще представниками класичної економічної теорії А. Смітом, Д. Рікардо, К. Марксом та ін. Останнім часом питання вартісно-орієнтовного управління підприємством привертають все більшу увагу багатьох вчених, зокрема Ю.Я. Єленева, А.Е. Волков, Г.Л. Волкова, Т. Коупленд, Т. Коллер, Д.М. Десмонд та ін. Однак досі залишається недостатньо вивченим фактор часу та його вплив на управління підприємством в контексті вартісної орієнтації.

Мета статті

Метою статті є визначення сутності вартісної орієнтації підприємства та визначення ролі й сили впливу фактора часу в контексті вартісного підходу до управління підприємством.

Виклад основного матеріалу

Інвестиційний потенціал підприємства оцінюється макроекономічними показниками

розвитку інвестиційного клімату країни (темпи економічного росту, співвідношення споживання і заощаджень, ставка позичкового відсотка, норма прибутку, рівень і динаміка інфляції, споживчий попит населення), співвідношенням факторів виробництва, розвиненістю інфраструктури тощо.

Інвестиційний ризик характеризується рівнем невизначеності прогнозу щодо одержання прибутку (доходу) від впровадження інвестицій. Інвестиційний потенціал та інвестиційний ризик (політичні, економічні та соціальні характеристики приймаючої країни щодо ймовірності втрати в ній інвестиції чи доходу від них) визначають інвестиційний клімат країни.

Головним напрямом активізації вітчизняного та іноземного інвестування економіки України залишається питання формування елементів сприятливого інвестиційного клімату. Сьогодні завдяки проведеним економічним реформам уже можна спостерігати певні позитивні зрушення в цьому напрямку: досягнуто значної лібералізації режиму зовнішньої торгівлі, приборкання (часткового) інфляційних процесів, заплановано також розробку адекватного валютного законодавства в напрямку введення в Україні часткової конвертації національної валюти відповідно до вимог МВФ, проводиться робота щодо вдосконалення інвестиційного законодавства.

Вивчення зарубіжного досвіду з питань інвестиційної безпеки країни дає змогу визначити показники, які характеризують активність інвестиційної діяльності. Аналіз цих показників дозволив поділити їх на три групи — загальні, макроекономічні показники та показники оцінки інвестиційного ринку, які сукупно становлять систему оцінки інвестиційної привабливості України.

Одним з найважливіших чинників стабілізації економічної ситуації в Україні, а також формування передумов для створення конкурентоздатної господарської системи на основі її ринкового реформування, є створення сприятливого інвестиційного клімату, у тому числі залучення зарубіжних інвестицій.

Під інвестиційним кліматом розуміється сукупність політичних, соціально-економічних, фінансових, організаційно-правових, природних факторів, властивих тій чи іншій країні, регіону, які визначають вибір інвесторів відносно місця, часу і форми вкладення коштів. Інвестиційний клімат складається під впливом незалежних від конкретного підприємства процесів і суттєво впливає на інвестиційну поведінку.

Поняття інвестиційного клімату відрізняється складністю й комплексністю і може розглядатися на макро- і мікроекономічному рівні.

На макроекономічному рівні воно містить у собі показники політичного (включаючи законодавство), економічного й соціального середовища для інвестицій. Для потенційних інвесторів в Україні при аналізі політичної ситуації вирішальну роль відіграють політика держави щодо іноземних інвестицій, імовірність націоналізації іноземного майна, участь країни в системах міжнародних договорів з різних питань, міцність державних інститутів, наступність політичної влади, ступінь державного втручання в економіку і т. ін.

Інвестиційний клімат визначається як сукупність політичних, економічних, юридичних, соціальних та інших факторів, що визначають у результаті ступінь ризику капіталовкладень і можливість їхнього ефективного використання.

До значущих факторів, які визначають інвестиційний клімат, належать: передбачуваний темп інфляції і ставка процента на ринку, а також ризику, пов'язані із законодавчими регуляторними і податковими нормами.

Часто ж вітчизняні підприємці просто не знають, як співпрацювати з інвесторами, бояться втратити контроль над підприємством і тому іноді відкидають умови залучення інвестицій, які у всьому світі вважаються прийнятними.

На першому етапі необхідно стимулювати загальне пожвавлення економіки і підвищити на цій основі інвестиційну привабливість виробничих підприємств. Для цього необхідно влити якусь кількість грошей, яку можуть дати портфельні інвестиції і короткострокові позики комерційних банків.

Проте багато підприємств не готові до залучення прямих закордонних інвестицій. І не лише тому, що не можуть підготувати аргументовані бізнес-плани. На них впливають низький рівень менеджменту, маркетингу, незадовільна організація виробництва, а для того, щоб отримати зарубіжні інвестиції, організація виробництва і праці на вітчизняних підприємствах повинна відповідати зарубіжним стандартам.

Існують різні підходи до оцінки інвестиційного клімату національної економіки, що розрізняються залежно від цілей дослідження, за кількістю аналізованих показників і їхніх якісних характеристик.

Універсальна методика оцінки інвестиційного клімату, що охоплює максимальну кількість економічних характеристик, показників торгівлі, характеристик політичного клімату, законодавчого середовища для інвестицій (автори Б. Тойн, П. Уолтерс і ін.), дозволяє глибоко й усебічно оцінити ситуацію в країні на даний момент і судити про можливість її розвитку. Для порівняльного аналізу інвестиційного клімату в державах Східної і

Центральної Європи, включаючи країни, що раніше входили до СРСР, використовуються спеціальні методики, де увага акцентується на темпах і перспективах реформ.

Методики бальної оцінки, основна перевага яких – можливість кількісного зіставлення основних характеристик інвестиційного клімату для різних країн і виділення остаточного показника, який враховує величини всіх складових і ранжування різних країн, служать критерієм їхньої привабливості для іноземних інвесторів.

На інвестиційному кліматі негативно позначаються не тільки прямі обмеження діяльності іноземних фірм, що містяться в законодавстві, але й нечіткість і, особливо, нестабільність законодавства приймаючої країни, оскільки ця нестабільність позбавляє інвестора можливості прогнозувати розвиток подій, що знижує рентабельність вкладень.

Серед економічних параметрів основна увага в оцінці інвестиційного клімату приділяється загальному стану економіки, стану валютної, фінансової і кредитної систем, митному режиму, можливостям використання робочої сили (вартість робочої сили та її співвідношення із середнім рівнем кваліфікації працівників і продуктивністю праці).

Велику роль в оцінці соціального середовища для інвестицій відіграють показники ставлення до іноземних інвестицій у суспільстві, ступінь його розшарування, наявність чи відсутність згоди з основних питань економічного й соціального розвитку країни, рівень безробіття, можливість страйків.

На мікроекономічному рівні інвестиційний клімат проявляє себе через двосторонні відносини фірми-інвестора і конкретних державних органів, господарських суб'єктів-постачальників, покупців, банків, а також профспілок і трудових колективів приймаючої країни. На цьому рівні відбувається конкретизація узагальненої оцінки інвестиційного клімату в ході реальних економічних, юридичних, культурних контактів іноземної фірми з новим середовищем.

Макро- і мікрорівні інвестиційного клімату сприймаються інвесторами як єдине ціле, оскільки будь-які законодавчі зусилля уряду сформувати сприятливий інвестиційний клімат можуть блокуватися нормотворчістю місцевої влади, а зусилля на місцевому рівні щодо створення пільгового господарського режиму для іноземних інвестицій – найчастіше компенсують деякі вади загальноєкономічного регулювання центрального уряду.

Використання нових методологічних підходів дає можливість характеризувати інвестиційний клімат як особливу підсистему в інституційній системі економіки, покликану створити передумови

для найкращого використання суспільно-економічних відносин у розвитку і науково-технологічному відновленні продуктивних сил суспільства через активну інвестиційну діяльність.

Усю сукупність рішень, які приймаються на підприємстві, поділяють на два види – тактичні рішення, націлені на використання наявного економічного потенціалу на сьогодні, і стратегічні, які стосуються процесів поповнення, створення економічного потенціалу та відповідають вимогам безпеки системи і лежать в основі стратегії підприємства. Таку сукупність стратегічних рішень у розрізі характеру реагування на зміни факторів внутрішнього та зовнішнього середовищ підприємства називають «стратегія економічної безпеки», яка складається з двох основних елементів – групи стратегій підтримки економічної безпеки (стратегії усунення існуючих загроз, запобігання можливим загрозам, компенсації збитку) та групи стратегій відновлення економічної безпеки (стратегії збільшення прибутків, зниження витрат, продажу активів, комплексна стратегія відновлення).

Для інвесторів і акціонерів ринкова вартість компанії (market value, MV) є показником, який визначає величину їх потенційних доходів. Оскільки очікувані власниками майбутні дивіденди і доходи від акцій ґрунтуються на реальній вартості підприємства або його здатності генерувати грошові потоки, зміна ринкової вартості може вважатися одним з найважливіших показників оцінки діяльності компанії з боку акціонерів.

При визначенні вартості компанії, як правило, використовується два основних підходи:

1. Ринкова вартість визначається як добуток акцій компанії на їх справедливую ринкову ціну, за яку учасники фондового ринку готові придбати ці акції.

2. Вартість компанії обчислюється на підставі грошових потоків, які, за прогнозами експертів, вона здатна генерувати протягом тривалого часу.

Класична формула розрахунку вартості компанії на підставі грошових потоків така:

$$MV = NPV_t + NCF_{t+1} / (WACC - g),$$

де NPV_t – чистий дисконтований грошовий потік, що генерується компанією за прогнозний період t . Як правило, прогнозний період становить п'ять років; NCF_{t+1} – нормальний чистий грошовий потік в перший рік після завершення прогнозного періоду; $WACC$ – середньозважена вартість капіталу; g – очікувані темпи зростання чистого грошового потоку в безстроковій перспективі.

Балансова вартість компанії або нетто-вартість компанії (Book value або Carrying value (англ.)) – це сумарні активи компанії за вирахуванням нематеріальних активів і зобов'язань, як вони

показані на балансі компанії, тобто за історичною вартістю. Балансова вартість компанії може відрізнятися від її ринкової вартості.

Рентабельність власного капіталу (англ. return on equity, ROE) – відносний показник ефективності діяльності, частка від ділення чистого прибутку, отриманого за період, на власний капітал організації. Це один з фінансових коефіцієнтів, що входить до групи коефіцієнтів рентабельності. Він показує віддачу на інвестиції акціонерів з точки зору облікового прибутку.

Рентабельність власного капіталу = Чистий прибуток / Середня величина акціонерного капіталу за період прибутку (або прибутку до оподаткування) за певний період до вираженого в грошових коштах обсягом продажів за той же період.

Власний капітал або акціонерний капітал (англ. equity, ownership equity, net worth) – дорівнює його сукупним активам (англ. assets) за вирахуванням сукупних зобов'язань (англ. liabilities). Він являє собою суму перевищення обґрунтованої ринкової вартості власності над непогашеною заборгованістю.

Як показник балансового звіту являє собою:

- оплачений акціонерний капітал;
- нерозподілений прибуток, зароблений підприємством в результаті ефективної діяльності та залишається в його розпорядженні;
- рентабельність активів.

Також, важливі відносні показники:

- рентабельність продажів або ROS (Return On Sales)

- $ROS = \text{Чистий прибуток} / \text{Виручка (ТО)}$.

Або можливий розрахунок рентабельності продажів за показником EBITDA:

$$ROS \text{ by EBITDA} = EBITDA / TO.$$

Рентабельність продажів (ROS) є індикатором цінової політики компанії та її здатності контролювати витрати. Відмінності в стратегіях і продуктових лінійках викликають значну різноманітність значень рентабельності продажів в різних компаніях. Часто використовується для оцінки операційної ефективності компаній. Проте слід враховувати, що для однакових значень показників виручки, операційних витрат і прибутку до оподаткування у двох різних фірм рентабельність продажів може сильно розрізнятися, внаслідок впливу обсягів процентних виплат на величину чистого прибутку.

Рентабельність активів (англ. return on assets, ROA) – відносний показник ефективності діяльності, частка від ділення чистого прибутку, отриманого за період, на загальну величину активів організації за період. Це один з фінансових коефіцієнтів, входить до групи коефіцієнтів

рентабельності. Він показує здатність активів компанії породжувати прибуток.

Рентабельність активів – індикатор прибутковості та ефективності діяльності компанії, очищений від впливу обсягу позикових коштів. Застосовується для порівняння підприємств однієї галузі і обчислюється за формулою:

$$Ra = P / A,$$

де Ra – рентабельність активів; P – прибуток за період; A – середня величина активів за період.

ЕВІТДА (скор. від англ. Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) – аналітичний показник, що дорівнює обсягу прибутку до вирахування витрат по відсотках, сплати податків і амортизаційних відрахувань. Часто, даний показник в українських компаніях називають Операційним прибутком, хоча, це не зовсім коректно, тому що за міжнародними стандартами, Операційний прибуток або ЕВІТ (скор. від англ. Earnings Before Interest and Taxes) – це різниця між валовим прибутком і операційними витратами. Прибуток

господарюючого суб'єкта в результаті основної економічної діяльності. Він являє собою залишок при відніманні з торгового прибутку операційних накладних витрат (рента, амортизаційні відрахування за будівлі та обладнання та інші поточні витрати). Операційний прибуток – фінансовий результат від усіх видів діяльності до сплати податку на прибуток та відсотків за позиковими коштами. Операційний прибуток, при якому економічна рентабельність активів буде повністю використовуватися тільки в погашення відсотків за позиковими коштами, називається критичним операційним прибутком.

Показник розраховується на підставі фінансової звітності компанії та слугує для оцінки того, наскільки прибуток основна діяльність компанії. Показник використовується при проведенні порівняння з галузевими аналогами, дозволяє визначити ефективність діяльності компанії незалежно від її заборгованості перед різними кредиторами і державою, а також від методу нарахування амортизації.

Цей показник не є частиною стандартів бухгалтерського обліку. Він спочатку призначався для аналізу привабливості угод по поглинанню на позикові кошти. Цей показник має ряд недоліків. Незважаючи на це, широко використовується як інструмент для аналізу компаній. Спотворення, що виникають при розгляді ЕВІТДА і є справжньою причиною того, що багато компаній, які публікують у своїх звітах даний параметр для широкого кола інвесторів і аналітиків, роблять це із застереженнями щодо розуміння цього параметра в контексті звіту.

Показник ЕВІТДА розраховується наступним чином:

ЕВІТДА = Чистий прибуток + Витрати по податку на прибуток – Відшкодування податку на прибуток (+ Надзвичайні витрати) (- Надзвичайні доходи) + Відсотки сплачені – Відсотки отримані = ЕВІТ + Амортизаційні відрахування з матеріальних і нематеріальних активів – Переоцінка активів.

ЕВІТ (скор. від англ. Earnings Before Interest and Taxes) або операційний прибуток – аналітичний показник, що дорівнює обсягу прибутку до вирахування відсотків за позиковими коштами і сплати податків.

Даний показник розраховується на основі фінансової звітності компанії і використовується інвесторами для оцінки прибутковості основної діяльності компанії.

До основних функціональних цілей вартісно-орієнтовної концепції управління підприємством належать:

- забезпечення високої фінансової ефективності роботи, фінансової стійкості та незалежності підприємства;
- забезпечення технологічної незалежності, досягнення високої конкурентоспроможності суб'єкта господарювання;
- досягнення ефективності менеджменту, оптимальної організаційної структури управління підприємством;
- мінімізація руйнівної дії результатів виробничо-господарської діяльності на стан навколишнього середовища;
- якісна правова захищеність усіх аспектів діяльності підприємства;
- забезпечення захисту інформаційного поля, комерційної таємниці, досягнення необхідного рівня інформаційного забезпечення роботи всіх підрозділів і відділів організації;
- ефективна організація безпеки персоналу підприємства, його капіталу та майна, а також комерційних інтересів.

Оскільки вартісно-орієнтовна оцінка підприємства має прямий причинно-наслідковий зв'язок із системою та результатами стратегічного планування розвитку, найважливішим етапом її забезпечення є прогнозування факторів впливу та показників, що характеризують спроможність підприємства до ефективного функціонування у ринковому просторі та можливості генерації позитивно стійких грошових потоків на засадах раціонального управління ресурсно-компетенційними активами підприємства, що виражені у вартісних одиницях. Розробка стратегічного плану повинна проводитися з урахуванням цілей виробництва, засобів і

можливостей їхнього досягнення, конкурентного середовища, умов господарювання.

Система фінансового контролю DuPont – перша в світі система управління, заснована на ROI, а також перша система, яка зводить велику кількість різноманітних показників в єдине рівняння, дозволяючи отримати найбільш збалансований результат (рис. 1).

Корпорація DuPont першою розробила і впровадила методіку, яка спирається на ROI. Призначення моделі – визначити фактори, що впливають на ефективність роботи підприємства й оцінити цей вплив. Оскільки існує безліч показників рентабельності, аналітиками цієї фірми обраний один, на їхню думку, найзначущий – рентабельність власного капіталу. Сьогодні багато хто вважає цю методіку панацеєю від усіх бід. Основа підходу DuPont полягала в тому, щоб показати, як різні фінансові показники взаємодіють один з одним, визначаючи прибутковість інвестицій. На базі цієї методіки можна проаналізувати фінансову ситуацію для будь-яких майбутніх фінансових показників. Цей метод дозволяє змоделювати поведінку фінансової системи по відношенню до ROI при зміні фінансових показників, що склали цю систему.

Основна проблема, з якою першими зіткнулися DuPont, полягала в тому, що планування фінансових результатів якоїсь корпорації вимагає від фінансових менеджерів певних припущень щодо

ринку і динаміки цін. Будь-яке припущення містить в собі деякий ступінь невизначеності і ризику. У зв'язку з цим менеджерам доведеться оцінити ступінь ймовірності, асоційованої з кожним важливим параметром, як то: очікуваний ринковий потенціал, продажна ціна продукту і витрати на експлуатацію.

Система фінансового контролю DuPont не тільки дає наочне уявлення про те, які елементи впливають на показники ROI, а й показує математичні взаємини між цими елементами, що дозволяє легко й швидко прикинути реальні кількісні зміни ROI під впливом тих чи інших факторів на самих різних рівнях моделі. Необхідно зауважити, що всі компоненти системи DuPont рівнопорядкові. Коли менеджери використовують графіку DuPont у своїй діяльності, їм чітко зрозумілі можливі проблеми, які можуть виникнути з ROI в тому чи іншому випадку, а також можливі компроміси і способи їх досягнення. Наприклад, якщо показники кількості готівкових коштів великі, це збільшує показники обігових коштів, у зв'язку з чим загальний обсяг капіталовкладень теж буде великий, що автоматично знижує оборот основних фондів, а отже, і ROI.

ROI (від англ. Return on Investment – окупність інвестицій). ROI залежить тільки від двох показників: активності оборотів капіталів і прибутку на кожен оборот. Це твердження можна назвати основною формулою ROI.

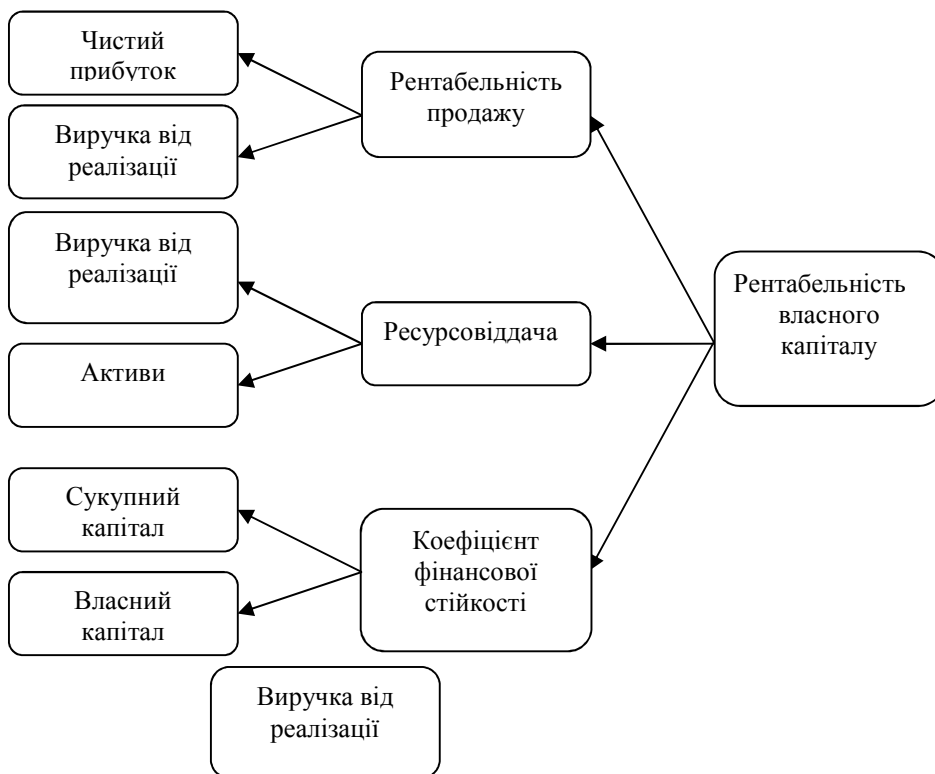


Рис. 1. Модифікована схема факторного аналізу фірми "DuPont"

Виступаючи в якості кількісного показника продуктивності, ROI дає в руки менеджменту компаній дуже простий і наочний інструмент звітності та планування. ROI пропонує спосіб зведення суб'єктивних оцінок прибутковості підприємства до математично точних показників, які необхідні при оцінці інвестицій і порівняння поточної виправданості вкладень, а також для оцінки альтернативних шляхів використання капіталу.

ROI – це інтегральний показник, чутливий до самих різних внутрішніх змін в бізнесі. Звідси логічно випливає запитання: чи існує система, що дозволяє наочно уявити собі компоненти, з яких складається інтегральний показник ROI і які будуть впливати на кінцевий показник ROI?

ROI дозволяє швидко знайти відповіді, наприклад, на такого роду питання: чи треба збільшувати вкладення в техніку, інвентар або краще виплатити по заборгованості.

Для розуміння принципів оцінки ROI необхідно пояснити ще один термін – середньозважену вартість капіталу. Зрозуміло, що мінімально допустимий рівень прибутку – це такий, при якому компанія виходить «в нуль», нічого не втрачаючи і нічого не заробляючи. Мовою фінансів говориться, що мінімально допустимий рівень прибутку не повинен бути нижче «вартості капіталу» або, точніше, «середньозваженої вартості капіталу» – WACC (weighted average cost of capital). Термін «середньозважена» виник в результаті того, що найчастіше загальні вкладення в компанію неоднорідні, мають різні джерела і розходяться по різних проектах. Зрозуміло, що від кожного з проектів очікується різний прибуток і при цьому одні проекти вимагають менших, інші – більших вкладень. Зрозуміло, що ці розрахунки будуть ускладнюватися у міру того, як у формулу будуть додаватися процентні ставки оподаткувань і, можливо, необхідні виплати власникам акцій.

Фактично процес оцінки WACC зводиться до того, що директору необхідно зрозуміти, скільки реально у нього грошей. Цей підхід показує з чого складається вартість капіталу. У зв'язку з тим, що борги і інвестиції бувають самими різними і немає загального механізму розрахунку WACC, ці підрахунки – досить делікатне завдання навіть для досвідчених менеджерів компаній. Підрахунок вартості капіталу робиться у припущенні про те, що компанія буде продовжувати збільшувати капітал пропорційно розрахункового, що далеко не завжди вдається в реальному житті, і точні пропорції руйнуються. Однак, існує спільна думка з приводу того, що WACC – це добрий індикатор ризику інвестицій: чим вище ризик, тим вище WACC.

ROI в сучасному світі стало мірилом і універсальним інструментом оцінки того, наскільки

добре управляється компанія. З іншого боку, ROI використовується і менеджерами, але швидше з метою прийняття правильних рішень з управління компанією. Якщо підсумувати деяким чином тенденції використання ROI, спостерігатиметься така картина.

Власники й інвестори використовують ROI для оцінки здатності компанії принести певний рівень прибутку. ROI дозволяє інвесторам і власникам порівняти показники даної компанії з аналогічними показниками інших компаній, а також з положенням по галузі в цілому. ROI служить свого роду індикатором фінансового здоров'я компанії, дозволяючи оцінити ефективність менеджменту і майбутні доходи. Потенційні інвестори можуть за допомогою ROI оцінити перспективність інвестування у проект і можливі прибутки від нього.

Менеджери компаній використовують показники ROI як засіб оцінки прибутковості та продуктивності компанії. ROI дозволяє без особливих зусиль виміряти продуктивність не тільки підприємства в цілому, але і його різних підструктур в тому випадку, якщо ці підструктури є незалежними інвестиційними структурами.

ROI, крім того, допомагає менеджерам у побудові планів управління компанією. Найбільш ефективні механізми постановки цілей управління на сьогодні так чи інакше пов'язуються з якимсь цільовим показником ROI, якого потрібно досягти. ROI дозволяє здійснити довгострокове планування щодо таких речей, як реконструкція, заміна або розширення промислового підприємства і його потужностей. ROI також використовується менеджерами на різних рівнях управління як інструмент, що дозволяє наочно й аргументовано вибирати між різними шляхами потенційно можливого збільшення прибутку і створення додаткової вартості. ROI дозволяє менеджерам оцінювати капітальні інвестиційні пропозиції.

Найбільша популярність ROI мабуть пов'язана з відносною простотою цього показника. ROI однієї компанії можна напряму порівняти з ROI іншої компанії. У поєднанні з іншими показниками ROI – це найбільш використовуваний індикатор прибутковості та продуктивності. ROI – це своєрідна спрощена форма, що дозволяє звести до спільного знаменника найрізноманітніші за масштабами і характеристиками промислові процеси, які в іншому випадку було б важко або практично неможливо порівняти. Крім того:

- ROI як фінансовий показник не вимагає від керівника багато часу для розуміння;

- величину ROI легко порівняти з вартістю капіталу;

- ROI наочно показує ефективність інвестиційних рішень.

Стратегічний план вартісної орієнтації підприємства в контексті управління інтегрованим комплексом «активи – потенціал – фактори впливу» повинен включати:

- характеристику зовнішніх і внутрішніх загроз економічної безпеки підприємства;

- визначення та моніторинг факторів, що зміцнюють або руйнують стійкість соціально-економічного та фінансового станів на коротко- й середньострокову перспективу. Одна з цілей моніторингу економічної безпеки підприємства – це діагностика його стану на основі системи показників, що враховують специфічні галузеві особливості, найбільш характерні для даного підприємства, які мають для нього важливе стратегічне значення;

- визначення критеріїв і показників, що характеризують інтереси підприємства та відповідають вимогам його економічної безпеки. Система критеріїв і показників фактичного стану складається підприємствами самостійно, з урахуванням конкретних умов роботи;

- розробку економічної політики, що включає механізми обліку факторів, що впливають на стан економічної безпеки;

- напрями діяльності підприємства з реалізації стратегії [6].

Ефективність управління інвестиційним процесом підприємства визначається рівнем узгодженості стратегічного і оперативного планування у даній сфері, якістю попередньої оцінки інвестиційних проектів та контролю за їх реалізацією.

Для цього система контролінгу активно використовує низку інструментів на всіх стадіях інвестиційного управління.

На етапі стратегічного планування інвестиційні проекти в системі контролінгу проходять перевірку на відповідність стратегічним цілям та основним показникам розвитку підприємства. При цьому до уваги беруться генеральні завдання у сфері виробництва і продажу продукції, розширення ринків збуту, збільшення частки експорту, також враховуються вимоги до технічної сторони організації виробництва, які можуть вплинути на подальший вибір альтернативних варіантів інвестиційних рішень.

При оперативному плануванні відбувається узгодження і затвердження інвестиційних проектів згідно з фінансовими можливостями підприємства, здійснюється контроль щодо повноти і коректності наданих документів за проектами, виконаних розрахунків ефективності. З метою забезпечення об'єктивності цього процесу система контролінгу розробляє єдині шаблони та форми подання інформації про інвестиційні проекти, а також єдину систему критеріїв оцінки їх ефективності.

Для управління інвестиційним процесом на початковій стадії, методологія контролінгу передбачає обробку вхідних параметрів окремих проектів, при цьому беруться до уваги: опис проекту, плани за термінами реалізації, бюджет, майбутні грошові потоки за проектом, показники ефективності.

Вибір того чи іншого об'єкта інвестування здійснюється на основі інтегральної оцінки первинних вкладень, експлуатаційних витрат і віддачі протягом усього життєвого циклу проекту.

Такий попередній аналіз у системі контролінгу забезпечується низкою основних інвестиційних показників, розрахованих з використанням динамічних методів, які враховують фактор часу:

- метод чистої теперішньої вартості (Net Present Value, NPV);

- метод внутрішньої норми прибутку (Internal Rate of return, IRR);

- метод індексу прибутковості (Profitability index, PI);

- метод періоду окупності (Discounted Pay Back Period, DPBP).

Як свідчить практика, більшість помилок виникає на стадії попереднього розрахунку показників ефективності, а саме при підрахунку грошових потоків за проектом. Адже правильність розрахунку економічного ефекту визначається правильністю оцінки очікуваних надходжень. Тому при прогнозуванні та аналізі майбутніх платежів обов'язково необхідно враховувати як можливі інфляційні процеси, так і оцінювати ймовірність надходження грошових потоків.

Крім кількісних – формальних критеріїв оцінки доцільності інвестицій, система контролінгу враховує неформальні (евристичні) критерії, що охоплюють: оцінку інвестиційного клімату регіону (країни); рівень розвитку інфраструктури, що забезпечує реалізацію проекту (транспорт, зв'язок, комунікації); рівень здібностей управлінського персоналу до реалізації проекту [3].

Для визначення найбільш пріоритетних інвестиційних проектів, за наявних фінансових можливостей, контролінг проводить їх ранжування, беручи за основу один або декілька критеріїв. При ранжуванні за одним критерієм, наприклад періодом окупності – проекту з найменшим періодом присвоюється найвищий ранг. Коли використовуємо систему критеріїв, то кожен критерій має свій ваговий коефіцієнт, який впливає на інтегральний показник по кожному проекту, значення останнього і визначає пріоритетність можливих вкладень.

Ранжування проектів відбувається в такій послідовності:

- обов'язкові проекти;

- прибуткові проекти;

- організаційні проекти.

Обов'язкові проекти реалізуються або для збереження, підтримки діяльності, або їх неможливо призупинити через особливості технології. Організаційні – це проекти, які направлені на вдосконалення фінансово-господарської діяльності, покращення іміджу фірми і не передбачають безпосереднього повернення вкладених коштів. Обов'язкові і організаційні проекти визнаються затратними і, на відміну від прибуткових проектів, критерій ефективності тут не головний або взагалі не враховується.

Реалізація інвестиційного проекту завжди пов'язана з ризиком, тому для зниження або усунення можливих економічних збитків унаслідок зміни умов реалізації проекту система контролінгу здійснює оцінку та управління ризиками.

Для оцінки та управління ризиками слід дотримуватися таких етапів:

- ідентифікація потенційних ризиків;
- аналіз та оцінка невизначеності за допомогою методів кількісної оцінки;
- вибір методів управління ризиками.

Інвестиційний контролінг оперує різними методами кількісного аналізу ризиків:

- метод сценаріїв;
- аналіз чуттєвості;
- метод Монте-Карло;
- експертні методи та ін.

Метод сценаріїв базуються на імітації варіантів розвитку проекту і оцінці ймовірності здійснення кожного з них. При цьому розглядають три основних варіанти реалізації проекту:

- песимістичний;
- найбільш вірогідний;
- оптимістичний.

По кожному варіанту визначають значення ключового показника, розраховують математичне сподівання та варіацію. Варіація слугує індикатором, який визначає ступінь ризику: чим більше її значення, тим більш ризиковим є проект. Досить часто для оцінки стійкості інвестиційних проектів до різноманітних ризиків служба контролінгу проводить аналіз чуттєвості: здійснюється оцінка зміни основних показників проекту внаслідок зміни окремих факторів. Зазвичай у якості таких факторів виступають: обсяг реалізації, обсяг інвестицій, операційні витрати, ціни на ресурси і т. ін.

У процесі аналізу чуттєвості можна відшукати граничні значення фактора, при якому результати проекту залишаються прийнятними (наприклад, який обсяг реалізації забезпечує позитивне значення чистої теперішньої вартості, NPV). Крім того, цей аналіз допомагає визначити фактори, які найбільше впливають на результат проекту. Метод Монте-Карло – метод формалізованої оцінки ризику, який найбільш повно відображає всю гаму

невизначеності, з якою може зустрітися підприємство під час реалізації інвестиційного проекту. На практиці для здійснення такого аналізу ризиків використовують спеціальні комп'ютерні програми. Алгоритм за даним методом такий:

- побудова імітаційної моделі, яка відображає залежність результатів проекту від базових умов;
- пошук ключових факторів;
- знаходження параметрів ймовірного розподілу факторів ризику і кореляційно-регресійних залежностей між цими параметрами;
- генерування великої кількості випадкових сценаріїв і розрахунок результатів для кожного сценарію;
- статистичний аналіз результатів (пошук математичного сподівання і т. ін.).

Експертні методи передбачають використання думок спеціалістів для оцінки ймовірності прояву ризику, а також значущості кожного ризику для результату проекту. На основі експертних оцінок розраховують комплексний показник ризику (в балах):

$$R = \sum_i W_i \cdot p_i,$$

де R – ступінь ризикованості проекту; i – кількість ризиків; W – значущість ризику для результату проекту; p – ймовірність прояву ризику.

Чим більше значення R , тим більш ризиковим є проект [2, с. 124-125].

Після проведення аналізу та оцінки ризиків у системі інвестиційного контролінгу розробляються заходи з управління ризиками. Цей процес передбачає використання трьох основних способів:

- уникнення ризику – відмова від проектів, потенційний збиток від яких перевищує можливі надходження;

- зниження ризику – розробка заходів, направлених на зниження потенційних збитків у випадку настання несприятливої ситуації;

- перенесення ризику – пошук можливостей перекласти потенційні збитки на третю сторону або здійснити їх перерозподіл протягом певного періоду з метою зменшення негативного впливу.

Отже, метою аналізу та оцінки ризиків у системі контролінгу є розробка оптимальних управлінських рішень щодо можливої подальшої реалізації інвестиційного проекту. Одним із основних завдань контролінгу інвестицій є оцінка виконання цілей у процесі реалізації проекту. З цією метою використовується система моніторингу за виконанням інвестиційного проекту на основі контрольних розрахунків. Причому вона може використовуватися як для оцінки досягнення головної цілі проекту та мати разовий характер, так і для поточного управління проектом.

У процесі реалізації проекту метод план-факт аналізу дозволяє визначити відхилення головних кількісних і фінансових показників, причини цих відхилень та розробити корегувальні заходи щодо його подальшого впровадження. При поточному управлінні інвестиційним процесом за відхиленнями важливо забезпечити сумірність даних і визначити допустимі межі відхилень. Відповідно в першу чергу системою контролінгу аналізуються відхилення, які перевищили зазначені критичні обмеження. Особлива увага концентрується на пошуку причин відхилень у тих блоках контролю, де виникли найбільші розходження між плановими і фактичними показниками або необхідне негайне втручання для недопущення ще більших негативних відхилень.

У подальшому система контролінгу формує аналітичний звіт, який характеризує хід реалізації проекту та охоплює:

- планові та фактичні показники за проектом;
- зміну параметрів зовнішнього та внутрішнього середовища, які вплинули на реалізацію проекту, ступінь впливу цих змін на досягнення кінцевих результатів за проектом;
- відхилення фактичних показників від планових з деталізацією та інтерпретацією цих відхилень;
- систему корегуючих заходів та пропозицій щодо подальшої реалізації проекту.

У цілому алгоритм вартісно-орієнтовного управління інвестиційним портфелем будівельного підприємства можна представити у вигляді схеми (рис. 2).

Висновки

В умовах вартісної орієнтації підприємства на основі ефективності прийняття управлінських рішень, ефективного ресурсного управління, ефективного управління фінансовими ресурсами та грошовими потоками та управління вартістю в процесі кругообігу капіталу, наведено поняття цінності бізнес-процесу як додаткової якісної характеристикою бізнес-процесу, що виражає рівень задоволення ринковими суб'єктами результатом або супутнім ефектом цього бізнес-процесу, та якості вартості підприємства, що виступає відображенням параметричного впливу змін на підприємстві на показник його вартості відповідно до екстенсивних та інтенсивних факторів за рахунок:

- формування інвестиційної програми;
 - координації процесів оперативного і стратегічного планування інвестиційної діяльності;
 - розробки і вибору критеріїв для оцінки ефективності інвестиційних проектів;
 - аналізу планів і бюджетів інвестиційних проектів;
 - оцінки та управління інвестиційними ризиками;
 - моніторингу за реалізацією інвестиційних проектів;
 - оцінки тенденцій і закономірностей інвестиційного ринку;
- корегування інвестиційного процесу згідно зі змінами умов реалізації проектів.



Рис. 2. Алгоритм вартісно-орієнтовного управління інвестиційним портфелем будівельного підприємства

Список літератури

1. Модильяни Ф. Сколько стоит фирма? Теорема ММ / Ф. Модильяни, М. Миллер; пер. с англ. – [2-е изд.]. – М. : Дело, 2001. – 272 с.
2. Еленева Ю. Я. Факторный анализ стоимости предприятия с учетом оценки влияния нематериальных активов / Ю. Я. Еленева, А. Э. Волков, Г. Л. Волкова // Известия вузов: Машиностроение. – 2006. – № 3. – С. 73-77.
3. Десмонд Г.М. Руководство по оценке бизнеса / Г.М. Десмонд. – М.: РОО Академия оценки, 1996. – 264 с.
4. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление. – 3-е изд., перераб. и доп. : пер. с англ. / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. – М. : ЗАО "Олимп-Бизнес", 2005. – 576 с.
5. Глотова Д.В. Вартісний підхід до управління бізнес-процесами підприємства / Д. В. Глотова // Сталій розвиток економіки. – 2013. – № 3. – С. 125-130.
6. Бондаренко В. Особливості створення вартості власного капіталу в процесі його кругообігу [Електронний ресурс] / Т. В. Бондаренко. // Економіка. Управління. Інновації. – 2013. – № 2. – Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/j-pdf/eui_2013_2_12.pdf
7. Нусінова О.В. Оцінка умовної ринкової вартості промислових підприємств // Європейський вектор економічного розвитку – Дніпропетровськ – 2011. – № 1 (10) – с 134-141
8. Єгорченкова Н.Ю. Інтеграція матричних технологій і метода критичних ланцюгів і управлінні ресурсами портфельів проектів і програм / Н.Ю. Єгорченкова // 36. наук. пр. «Управління розвитком складних систем». – К. – 2012. – №7. – С. 30 – 35.
9. Осауленко І.А. Модель інформаційної взаємодії в проектах регіонального розвитку / І.А. Осауленко // Управління розвитком складних систем. – 2012. – Вип. 10. – С. 72–77. 9.
10. Бушуйев С.Д. К системной парадигме формирования коллективной и индивидуальной компетентности специалистов в области управления проектами / С.Д. Бушуйев, Ю.Г. Яценко, А.С. Товб, С.И. Неизвестный // Управління розвитком складних систем. – 2012. – Вип. 10. – С. 14–21.

References

1. Modigliani, F. & Miller, M. (2001). *How much is the company? Theorem MM*. [Transl. from English. 2nd ed.]. Moscow, Russia: Business, 272.
2. Eleneva, Y.Y. (2006). *Factor analysis of the enterprise value based on assessment of the impact of intangible assets* / Y.Y. Eleneva, A.E. Volkov, G.L. Volkov // *Proceedings of the universities: Mechanical Engineering*: 3, 73-77.
3. Desmond, G.M. (1996). *Guide to Business Valuation*. Moscow, Russia: ROO Academy estimates, 264.
4. Copeland, T., Koller T. & Murrin J. (2005). *Cost companies: evaluation and management*. – 3rd ed., Rev. and. ext. : Transl. from English. Moscow, Russia: UAB "Olympus-Business", 576.
5. Hlotov, D.V. (2013). *Value approach to business process management company*. *Sustainable economic development*: 3, 125-130.
6. T. Bondarenko. (2013). *Features of creation of value of equity in the process of circulation [electronic resource]*. *Economy. Office. Innovations*: 2. – Access: http://nbuv.gov.ua/j-pdf/eui_2013_2_12.pdf
7. Nusinova, A.V. (2011). *Estimation of relative market value of industrial enterprises*. *European vector of economic development*. Dnepropetrovsk, Ukraine: 1(10), 134-141.
8. Yegorchenkova, N.Y. (2012). *Method of matrix integration tehnology and critical chaines and management of resources of projects and programme packages*. *ST. Sciences. Prospect. Management of development of complex systems*. Kyiv, Ukraine: 7, 30 – 35.
9. Osaulenko, I.A. (2012). *Model of informative connectionof regional development projects*. *Management of development of complex systems*: 10, 72-77.
10. Bushuyev, S.D. (2012). *To the system paradigm formation of collective and individual competence of experts in the field of project management* / S.D. Bushuyev, J.G. Yaschenko, A.S. Tovb, S.I. Neizvestnyy // *Management of development of complex systems*: 10, 14-21.

Стаття надійшла до редколегії 27.10.2014

Рецензент: д-р екон. наук, проф. Г.М. Рижаківа, Київський національний університет будівництва і архітектури, Київ.