

МЕХАНІЗМ ПРИЙНЯТТЯ ГОСПОДАРСЬКИХ РІШЕНЬ НА ІНВЕСТИЦІЙНОМУ ЦИКЛІ ДІЯЛЬНОСТІ ГОСПОДАРСЬКИХ ФОРМУВАНЬ МАШИНОБУДІВНОГО КОМПЛЕКСУ

© Тербух А.А., 2009

Проаналізовано методичні підходи до формування механізму обґрунтування та прийняття господарських рішень на інвестиційному циклі діяльності господарських формувань. Суб'єктами управління на інвестиційному циклі є власники, до компетенції яких входять питання забезпечення ефективності інвестованого капіталу. Сформовано інструментарій оптимізації прийняття рішень на інвестиційному циклі.

Ключові слова: господарське рішення, господарські формування, інвестиційний цикл, вартість, інвестор, актив, фінансові ресурси.

The article is dedicated to the methodological approaches analysis to forming of economic decisions acceptance mechanism on the economic units activity investment cycle. The management subjects in the investment cycle are owners, whose task is the invested capital efficiency providing. In the article are formed the decisions acceptance optimization techniques in the investment cycle.

Key words: economic decisions, economic units, investment cycle, cost, investor, asset, financial resources.

Постановка проблеми

Сучасний етап розвитку економіки України характеризується нестабільністю факторів зовнішнього середовища та ускладненням процесів прийняття господарських рішень, які формуються в умовах підвищеного ризику та багатоваріантного механізму їх реалізації. Одночасно зростає угруповання учасників процесу прийняття управлінського рішення в межах господарських формувань, які часто мають різнонапрямлені інтереси та повноваження, що сповільнює вирішення завдань ринкової діяльності суб'єктів господарювання.

Між об'єктами управлінського впливу (трудовими, матеріальними та ін ресурсами) та суб'єктами господарського рішення існує взаємозв'язок, який виражається через відповідний механізм. Механізм реалізації управлінського впливу суб'єктів господарювання можна визначити, як внутрішню будову і систему взаємозалежності і взаємовпливу методів, інструментів і важелів, які є в розпорядженні суб'єкта управління для забезпечення зміни стану об'єкта управління у визначеному напрямі.

Об'єктом нашого дослідження є механізм прийняття і реалізації інвестиційних рішень, які найбільшою мірою визначають ефективність господарської діяльності суб'єктів машинобудівного комплексу.

З метою об'єктивного і системного вивчення багатьох аспектів і складних елементів механізму прийняття господарських інвестиційних рішень потрібно визначити в механізмі господарської діяльності окремі функціональні блоки, які мають різну тривалість та сферу впливу, методичну базу прийняття і реалізації таких рішень.

Аналіз останніх досліджень і результатів

Опрацювання літературних джерел [2, 3, 4], присвячених дослідженню механізму прийняття управлінських рішень, дає змогу обґрунтувати такі цикли або сфери господарської діяльності: інвестиційний, виробничий, поточних (грошових) операцій. Використання домінуючих сьогодні методичних підходів до оцінки ефективності прийняття та реалізації господарських рішень без виділення окремих циклів діяльності господарських формувань є не завжди коректним. Кожен з визначених циклів характеризується лише їм притаманною особливістю цілей та критеріїв досягнення, набором інструментів, методів і важелів, різними об'єктами і суб'єктами впливу тощо.

Коло завдань, які постають на інвестиційному циклі, мають стратегічний характер і належать до компетенції інвесторів, вищого органу управління господарських формувань – зборів засновників, тобто його власників. Повноваження щодо розроблення та прийняття таких рішень чітко визначені у статуті господарського суб'єкта. Чинним законодавством України визначено періодичність скликання загальних зборів засновників господарських товариств один раз на рік. Для діючих господарських формувань тривалість інвестиційного циклу є співмірною з періодичністю скликання загальних зборів, на яких оцінюються підсумки діяльності за минулий період, досягнутий рівень менеджменту, а також визначаються цілі діяльності, формуються перспективні плани. Під час реалізації великих інвестиційних проектів базою відліку потрібно вважати початок продуктивного використання створених виробничих потужностей.

У реальній практиці, доволі часто напрямленість інтересів окремих засновників господарських формувань не збігається з позицією менеджерів, найманих працівників господарських формувань, зовнішніх кредиторів, господарських партнерів, контролюючих органів, влади тощо.

Під виробничим циклом потрібно розуміти процес виробництва і реалізації продукції, надання послуг за окремими бізнес-лініями чи напрямками діяльності господарського суб'єкта. У часовому діапазоні виробничий цикл діяльності є співмірним з тривалістю виробничого циклу відповідної товарно-асортиментної одиниці господарського формування. Коло питань, які виникають і вирішуються на виробничому циклі, визначаються установчими документами, відповідно до сформованого предмета діяльності і господарською практикою. Відповідальність за формування і реалізацію господарських рішень виробничого циклу діяльності покладається на вищу ланку менеджменту господарських формувань, а основним критерієм роботи на цьому етапі є забезпечення ефективного прибуткового господарювання.

Цикл поточних операцій діяльності суб'єктів господарювання охоплює період виконання конкретних лінійних господарських операцій (купівлі-продажу, отримання-погашення кредитів, оренди, підяду, виконання податкових зобов'язань, розрахунки з працівниками). Тривалість поточних операцій визначається періодом реалізації лінійних управлінських рішень для забезпечення безперервного перебігу господарської діяльності і формується з операцій укладання і реалізації господарських і фінансових угод.

Постановка цілей

У нормативних документах господарська діяльність визначається як будь-яка діяльність юридичної чи фізичної особи, спрямована на отримання доходу в грошовій, матеріальній або нематеріальній формах, у разі коли безпосередня участь такої особи в організації такої діяльності є регулярною, постійною та істотною. Під безпосередньою участю потрібно розуміти зазначену діяльність особи через свої постійні представництва, філіали, відділення, інші відокремлені підрозділи, а також через довірену особу, агента або будь-яку іншу особу, яка діє від імені та на користь першої особи [1].

Процес формування рішень можна трактувати як акт вибору суб'єктом управління напряму та способу забезпечення параметрів об'єкта управління за допомогою визначених правил і встановлених процедур. До того ж такий акт, як правило, має комплексний характер, тому що він містить у собі правові, соціальні, психологічні, екологічні, економічні й інші аспекти.

Формування господарського рішення — складова частина господарської діяльності та обов'язковий елемент процесу управління.

Господарські рішення завжди приймаються в умовах невизначеності або недостатньої визначеності. Проведенням тривалих і вартісних досліджень можна лише частково зменшити рівень невизначеності. Своєю чергою затягування процесу дослідження може призвести до затримки вчасного прийняття рішення і, відповідно, втрати конкурентних переваг.

Незважаючи на визначені позитивні зміни, що відбуваються останнім часом у машинобудівному комплексі, зокрема подолання стійкої тенденції зниження обсягів виробництва і забезпечення його зростання загалом, вступ України до СОТ вимагає швидкого вжиття заходів щодо переорієнтації і адаптації системи господарських відносин до сучасних реалій динамічного та глобалізаційного суспільства. Удосконалення механізму прийняття господарських рішень в машинобудівному комплексі стає одним з важливих компонентів реформування машинобудівних підприємств, з метою підвищення конкурентоспроможності галузі на міжнародних ринках.

Стратегічним підходом до вирішення цієї проблеми є розроблення відповідного категоріального апарату, технологій, методів, принципів, а також добір і обґрунтування системи конструктивних моделей та інструментів прийняття господарських рішень в умовах динамічних змін зовнішнього ринкового середовища. Це дасть змогу перевести процеси прийняття господарських рішень, які сьогодні мають здебільшого інтуїтивний характер, у науково керований і економічно обґрунтований процес, що сприятиме покращанню загальної ситуації в економіці.

Метою статті є обґрунтування та побудова методичного підходу до формування господарських рішень на інвестиційному циклі господарської діяльності суб'єктів машинобудівного ринку на основі використання методів економіко-математичного моделювання.

За допомогою економіко-математичного моделювання можна визначити і вивчити основні характеристики складних економічних ситуацій. Побудова моделей і апробація на них конкретних господарських рішень дасть змогу запобігати прийняттю некомпетентних директив, які на сьогодні часто спостерігаємо.

Використання економічних моделей дозволяє проаналізувати і прийняти виважене оптимальне рішення за наявності кількох можливих альтернативних варіантів.

Для досягнення цієї мети будуть вирішені такі завдання:

- диференціація цільової функції та визначення системи обмежень,
- обґрунтування критеріїв ефективності реалізації та моніторингу господарських інвестиційних рішень, і на цій основі
- розроблення економіко-математичної моделі формування господарських рішень на інвестиційному циклі діяльності господарських формувань.

Виклад основного матеріалу

Суб'єктом прийняття і реалізації господарських рішень на інвестиційному циклі є інвестори або власники господарських формувань, які за рахунок своїх особистих або залучених коштів реалізують інвестиційні проекти, купуючи цінні папери, розміщують кошти в банках, формують статутні фонди господарських об'єднань.

Як зазначають багато дослідників, за своєю природою інвестори – це, насамперед, підприємці, громадяни, юридичні особи, котрі здатні самостійно залучити необхідні матеріальні і фінансові ресурси для реалізації окремих проектів, приймають на себе ризик, отримують дохід. Інвестори є вільними і мобільними у своїх діях, тобто можуть змінити матеріально-речову форму своїх активів, вийти із числа засновників господарського формування, через продаж власної частки, акцій і переорієнтуватись на інший вид чи сферу діяльності. Коло компетенції інвестора визначається вимогами законодавчих актів, сферою діяльності, до того ж компетенція і повноваження менеджера підприємства визначені засновницькими документами і рішеннями вищого органу управління господарських формувань.

Як зазначалось, інвестиційні ресурси можуть мати різне походження, але призначені для реалізації проектів чи програм із значним терміном реалізації. За джерелами походження, усі інвестиційні ресурси поділяються на дві великі групи: власні і притримані до них. Кредитні ресурси

(облігації, векселі, кредити, авансові платежі) характеризуються особливими умовами залучення, термінами їхнього використання, забезпеченням, розміром оплати за користування і умовами повернення основної суми боргу. Витрати, пов'язані із сплатою відсотків, комісійні платежі тощо, зменшують фінансовий результат господарської діяльності, тому оцінка потоків податкових платежів має важливе значення при прийнятті господарських рішень про вибір варіантів мобілізації інвестиційних ресурсів.

Використання кожного окремого варіанта мобілізації ресурсів як для суб'єкта, так і для об'єкта інвестування, включає почергові операції надходження і використання платіжних засобів, що зумовлює необхідність чіткого розмежування операцій з фінансування й операцій з інвестування, які також супроводжуються виплатами.

Зазначені операції за міжнародними стандартами бухгалтерського обліку (МСБО) розрізняють за такими критерієм: коли виплати господарського суб'єкта по окремій операції передують грошовим надходженням, то ми маємо справу з операцією з інвестування. Коли ж надходження платежів за окремою операцією чи проектом відбувається раніше виплат, таку операцію потрібно визначати як операцію фінансування. Відповідно до трактування МСБО вважають, що, чи то, інвестиційний проект чи господарська операція, є інвестицією, якщо першим в ній є грошовий потік представлений виплатою інвесторами господарського формування чи кредиторами (як статутний фонд господарського товариства для його засновників в момент придбання часток, паїв, акцій). Відповідно господарську операцію трактують фінансуванням, якщо перший потік – це надходження коштів у касу чи на рахунок господарського формування (внески засновників у статутний фонд з позиції самого господарського формування). Досліджуючи інвестиційний цикл діяльності з позиції різних зацікавлених учасників, один і той самий актив можна трактувати по-різному. Придбання акцій, часток, паїв для засновника, акціонера є інвестицією, а з позиції самого господарського суб'єкта – фінансуванням.

Під час аналізу інвестиційного циклу діяльності об'єктом дослідження є поведінка інвесторів, для яких в основі оцінки ефективності є теперішня і майбутня вартість активу, яким він володіє. Такий актив має певну матеріальну форму, вартість і призначений приносити дохід, має особливі, притаманні йому ризики недоотримання доходу або втрати.

Матеріальну форму активів кожен інвестор визначає самостійно і добровільно. До інвестиційних активів зараховують: акції, частки, паї в господарському товаристві, рухоме і нерухоме майно, грошові кошти в національній і в іноземній валюті, банківські метали, коштовності, художні цінності.

Інвестиційні активи повинні приносити дохід, який може мати різну форму: дивіденди, проценти, дисконт, приріст ринкової вартості, рентні чи орендні платежі. Зворотною стороною доходу є ризик, що притаманний кожному активу, як і системні ринкові ризики. Величина ризику прямо пропорційна розміру доходу, який приносить актив. Кожен інвестор в силу своїх психологічних вподобань визначає особисте, прийнятне лише йому співвідношення між ризиком і доходом, а відповідно і матеріально-речову форму інвестицій.

Поведінка інвестора щодо окремо взятого суб'єкта інвестування формується під впливом значної кількості чинників. Кожен інвестор по мірі компетентності самостійно оцінює рівень віддачі і перспективи зростання вартості належних активів з врахуванням можливостей доступу до первинної інформації. У випадку реальних інвестицій важливим є рівень впливу інвестора на прийняття відповідальних рішень щодо розвитку господарського суб'єкта. Під час інвестування у фінансові активи інвестор повинен оперативнo відслідковувати динаміку ринкових коливань з позиції перспектив зміни вартості власних активів.

За результатами аналізу ринкових позицій наявних активів формуються можливі варіанти поведінки інвестора, що може продемонструвати схема, наведена в табл. 1. У нашому випадку до розгляду приймається поведінка актуального на конкретний момент власника, реального активу.

Наведена схема оцінки впливу факторів, які формують поведінку власників різних активів, стосується фінансових і майнових ресурсів, майнових прав, боргових зобов'язань всіх господарських формувань і приватних підприємств.

Викладена схема може мати дещо інший вигляд у випадку первинної емісії чи виникнення потреби додаткового залучення фінансових ресурсів, але кожен окремо взятий інвестор повторює наведений алгоритм і визначає свою поведінку.

Інвесторів насамперед, цікавить ринкова вартість активу (market value) – розрахункова грошова величина, за яку на дату оцінки після адекватного маркетингу передбачається перехід права власності активу (ресурсів, підприємства, майнових чи корпоративних прав, боргових зобов'язань тощо) внаслідок комерційної угоди між добровільним покупцем і продавцем за умови, що кожна із сторін діє компетентно, розсудливо і без примусу.

У той же час, з позиції окремо взятого реципієнта, господарського формування, інтереси якого представляє менеджмент, оцінювати вартість залучення необхідних активів потрібно з використанням підходів, тотожних до оцінки вартості мобілізації ресурсів, необхідних для здійснення господарської діяльності.

Визначення фактичної ринкової вартості кожного з можливих джерел залучення фінансових ресурсів має для підприємства подвійне значення. По-перше, це дозволяє вибрати варіант мобілізування ресурсів найменшої вартості, забезпечуючи збільшення прибутку і досягнення визначених цілей підприємства (максимізацію ринкової вартості акцій, зміцнення чи розширення ринкових позицій тощо).

Таблиця 1

Схема формування поведінки інвестора (власника) активу

| крок № | Вихідні мотиви прийняття господарських рішень | Інформаційне забезпечення | Параметри оцінки | Варіант поведінки |
|--|--|---|--|--------------------------------|
| Оцінка результату інвестування за звітною інформацією | | | | |
| 1 | Чи забезпечується достатній рівень дохідності інвестицій відносно досягнутого ринкового рівня дохідності подібних активів? | Параметри дохідності фінансового ринку | Нижча Рівна Вища | крок 16, крок 15 крок 14 |
| 2 | Чи привабливою, з позицій перспектив є галузь інвестування? | Життєвий цикл галузі | Спадає Зростає | крок 16 крок 15 |
| 3 | Чи привабливою, з позицій перспектив територія інвестування? | Прогноз розвитку території | Позитивний Негативний | крок 15 крок 16 |
| 4 | Чи достатнім є рівень менеджменту господарського формування? (наявність і здатність реалізації інноваційних планів розвитку) | Особисті критерії власника | Незадовільний Задовільний Прийнятний | крок 16 крок 15 крок 14 |
| Участь в діяльності господарського формування | | | | |
| 5 | Чи є можливість впливу на розподіл прибутку, і на виплату дивідендів господарського формування? | Чи є представництво в органах управління | Відсутній Достатній | крок 14 крок 15 |
| 6 | Чи є вплив на формування виконавчих органів господарського формування? | Рівень диверсифікації активу | Відсутній Достатній | крок 14 крок 15 |
| 7 | Чи є вплив на вибори голови і членів надзірної ради господарського товариства? | Особисте чи опосередковане представництво | Відсутній Достатній | крок 14 крок 15 |
| 8 | Чи є вплив на вибори ревізійної комісії чи інших контролюючих органів? | | Відсутній Достатній | крок 14 крок 15 |
| 9 | Затвердження чи відхилення перспективних планів розвитку господарського формування | Можливість лобювання власних ідей | Відсутній Достатній | крок 14 крок 15 |
| Ринкові позиції акцій (часток в майні) | | | | |
| 10 | Чи концентрованим є контрольний пакет організації? | % в статутному фонді | Менше 50 % Більше 50 | |
| 12 | Чи мають обіг акції, (частки) на ринку? | Динаміка курсу | Ні Так | |
| 13 | Чи достатнім є рівень доходності активу? | Співвідношення курс/прибуток | менше більше ринкової | |
| Можливі варіанти рішень | | | | |
| | | Варіант поведінки | | |
| 14 | Залишити участь в господарському формуванні незмінною | Лишити актив без змін | Задовільні умови | |
| 15 | Збільшити свою частку в господарському формуванні | Придбати акцій (частки) | Кращі від ринкових | |
| 16 | Продати свою частку в господарському формуванні або зменшити її | Продати належні акції (частки) | Гірші від ринкових | |

По-друге, це є необхідною умовою прийняття і реалізації зважених господарських рішень в усіх сферах діяльності господарських формувань, оскільки вартість мобілізації сукупного капіталу не повинна перевищувати досягнутого рівня окупності власного капіталу, порушення зазначеного співвідношення може спричинити до зменшення доходності власників господарських формувань і підвищує ризик діяльності.

У господарській практиці розрізняють два основних можливих підходи до визначення вартості залучення капіталу. У першому випадку за базу розрахунку береться банківська кредитна або депозитна ставка, що вирівнює вхідні і вихідні потоки грошових коштів відносно інших можливих варіантів фінансування. Інший підхід передбачає, що інвестори оцінюють вартість капіталу визначенням прийнятої норми віддачі вкладеного капіталу для конкретно визначеного об'єкта інвестування, шляхом порівняння з іншими альтернативними варіантами інвестування, беручи до уваги премію за ризик.

У практиці фінансового аналізу і оцінки вартості окремих активів існує багато методичних підходів, результатів і методик різних рейтингових агентств. Питання вибору методики оцінки, збирання вихідного матеріалу вирішує кожен інвестор самостійно, враховуючи рівень ерудованості, технічних і фінансових можливостей.

Глибина досліджень, пов'язаних з оцінкою зміни вартості активу окремого інвестора або вартості мобілізації капіталу стосовно окремих реципієнтів в результаті прийняття господарських рішень, може визначатись колом вибраних аспектів функціонування фінансової системи, широти й повноти охоплення основних можливих обмежень і ризиків. При виборі основних можливих методичних підходів до моделювання поведінки фінансової системи реципієнта потрібно визначити такі вихідні передумови:

- структура фінансових активів і ресурсів реципієнта є постійною чи вона може змінюватись, тобто питома вага кожного активу і джерела в загальному фінансуванні може бути постійною або змінною величиною і як швидко може відбутись така зміна;
- ризик внаслідок інвестиційної чи господарської діяльності приймається як постійна чи змінна величина, наприклад, внаслідок прийняття та реалізації певних господарських рішень;
- залежно від прийнятої стратегії діяльності реципієнта дивідендна політика може зазнавати змін і чи така зміна впливає на структуру, джерела і обсяги зовнішнього і внутрішнього залучення ресурсів;
- якою мірою наявний структура і обсяг активів задовольняє інвестора з позицій співвідношення доходності і ризику.

Прийняття до розгляду однієї чи декількох із зазначених передумов значно розширює варіанти моделей поведінки інвесторів і, відповідно, схем реалізації конкретних господарських рішень на інвестиційному циклі діяльності. Кожен інвестор має за мету визначення оптимального співвідношення між структурою належних інвестиційних активів ризиком і доходністю.

Визначаючи цільову функцію формування моделі господарських рішень, на інвестиційному циклі діяльності господарських формувань необхідно узгодити різно-напрямлені інтереси всіх зацікавлених сторін господарського процесу.

Для менеджменту господарських формувань в основу розрахунку вартості залучення необхідних коштів може бути покладена методика оцінки вартості мобілізування капіталу. Наближено можна стверджувати, що для реципієнта вартість капіталу є середньозваженою до різних вартостей, що належать до кожного з можливих джерел фінансування.

Оцінка вартості кожного з джерел фінансових ресурсів здійснюється шляхом визначення відсотка, який порівнюється з чистим потоком отриманих коштів суб'єктом господарювання після вирахування супутніх витрат, і засобами платежу, виданих як відшкодування основної суми боргу, відсотків дивідендів і пов'язаних з цим додаткових витрат.

Під час дослідження реальних господарських систем машинобудівного комплексу потрібно також враховувати діючу систему оподаткування як звичайного явища, притаманного сучасному суспільству. Під час дослідження грошових потоків потрібно брати до уваги податок з прибутку підприємств. Вартість залучення грошових коштів через використання кредитних інструментів розглядається як неоподатковувана податком витрата з метою одержання оподаткованого прибутку.

Сьогодні в Україні ставка оподаткування прибутку становить 25%, а тому потрібно враховувати зростання вартості виконання зобов'язань перед засновниками з обслуговування залученого капіталу, оскільки виплата дивідендів здійснюється з чистого прибутку господарських формувань після сплати податку. При визначенні вартості мобілізування ресурсів врахування податкових зобов'язань є можливим за умови, що підприємство отримує прибуток.

Оцінюючи зовнішні залучення кредитних фінансових ресурсів суб'єктами господарювання, потрібно розглядати механізми визначення вартості грошових ресурсів, які повинні бути повернуті фінансовим установам разом з відсотками (тобто платою за їхнє використання) і іншими пов'язаними з цим витратами (наприклад, вартість забезпечення, страхування тощо). Дещо відмінними є механізми оцінки вартості залучення власних і притриманих до них фінансових засобів, що вкладаються в підприємство, незалежно від їхніх джерел формування: статутний фонд, збільшення резервного капіталу, нерозподіленого прибутку.

Особливість оцінки вартості мобілізування власних ресурсів полягає в тому, що їхнє використання не передбачає фіксованої і прямої оплати за користування ними, на відміну від кредитних ресурсів, що провокує думку про їхню нульову ціну. Немає необхідності наголошувати на загальновізаному факті, що використання в практиці господарювання лише власних засобів, через їхню обмеженість, може призвести до зменшення рівня віддачі капіталу і ускладнити досягнення стратегічних цілей господарських формувань.

Визначаючи вартість власних і притриманих до них ресурсів, передусім потрібно чітко сформулювати стратегічну мету господарського формування, яка в кожному окремо взятому випадку може переслідувати різні цілі. Ми враховуємо припущення, що у разі здійснення інвестиційної діяльності найвагомим мотивом є максимальний контрольований ріст ринкової вартості належних активів, інакше кажучи, ринкова ціна акцій часток, паїв майна повинна прагнути до максимуму. Зважаючи на цей критерій, розуміємо, що вартість власного капіталу для реципієнта може бути визначена такою максимальною платою за залучені ресурси, яка не спричинить додаткових загроз чи зниження достатку акціонерів, власників, тобто ринкова вартість їхніх активів не повинні знижуватись.

Для того, щоб визначити вартість залучення ресурсів, реципієнт повинен оцінити співвідношення доходності залучених ним активів з ринковою доходністю акцій подібних підприємств. Таке співвідношення повинно відображати очікувану поведінку нинішніх власників і потенційних покупців цінних паперів, зокрема, мотивування їхнього рішення про придбання активів емітента новими інвесторами або не продаж активів сьогоднішніми інвесторами.

У світовій господарській практиці при оцінці ринкової вартості окремого активу, бізнесу, чи то діючого підприємства широко використовується метод прибутковості через використання принципу прямої капіталізації майбутніх доходів, що за очікуваннями приносить цей актив. Використання методу капіталізації дозволяє підсумувати грошові потоки, які приносить актив за весь період володіння, і привести ці потоки до зіставного виміру на теперішній момент часу. Чиста теперішня вартість майбутніх грошових потоків, які приносить актив, – це різниця між величиною грошових потоків, що надходять під час володіння активу, дисконтованих за прийнятою ставкою дисконту DCF :

$$DCF = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+r)^t} - VaT \quad (1)$$

де CF – очікувані грошові потоки від володіння активом за період t (гр.од./період); r – ставка дисконтування %; T – очікуваний період володіння активом (роки); VaT – поточна вартість активу на час ліквідації активу T .

Позитивне значення вказує на доцільність володіння активом.

Метод дисконтування грошових потоків використовується для перетворення майбутніх грошових потоків у поточну вартість шляхом дисконтування за відповідною ставкою грошових надходжень кожного з майбутніх періодів. Техніка дисконтування полягає у розрахунку складного відсотка та його вилученні з регулярно одержуваних сум доходу в майбутньому. Вартість активу в

цьому випадку – це теперішня вартість періодичного потоку доходу з врахуванням теперішньої вартості активу, що повертається наприкінці прогнозного періоду після його умовної реалізації (вартість активу на завершення прогнозного періоду володіння). Вартість на кінець прогнозного періоду може бути більшою, рівною або меншою, ніж початкові витрати. Для інвестора необхідно, щоб теперішня вартість періодичних грошових потоків з врахуванням теперішньої вартості коштів отриманих від реалізації активу перевищувала розмір початкових вкладень в об'єкт.

При використанні методу капіталізації важливим питанням є вибір величини дисконтної ставки. Ставка дисконту – коефіцієнт зв'язку між перспективним доходом та його сьогодишньою вартістю, що визначається на основі ринкових спостережень чи на основі штучних процедур оцінки норми необхідного доходу для відповідного типу активу. При виборі величини ставки дисконтування порівнюють ризик інвестицій в оцінюваний актив з ризиком інвестицій в інші активи, дохідність яких відома і які можуть вважатися більш чи менш розумною альтернативою вкладення коштів в оцінюваний об'єкт з точки зору типових на ринку інвесторів.

Для вітчизняної економіки ставка дисконтування при оцінці бізнесу з точки зору власного капіталу визначається з використанням методу кумулятивної побудови. Сутність цього методу полягає у тому, що до безризикової ставки доходу додаються компенсаційні премії за додатковий ризик, пов'язаний із інвестиціями в оцінюваний актив порівняно з безризиковими інвестиціями. Цей метод дає змогу врахувати аналітику величину безризикової складової та різноманітних надбавок за ризик, притаманний існуючим умовам здійснення конкретного бізнесу. Безризикова ставка доходу є тією точкою відліку, до якої додаються всі можливі ринкові премії, характерні для вкладень у актив, що оцінюється. Подати цю модель можна так:

$$r = r_b + r_s + r_k, \quad (2)$$

де r_b — безризикова ставка доходу %; r_s — надбавка за систематичний ризик %; r_k — надбавка за ризик інвестування в конкретний актив %.

У західній практиці в якості безризикового приймається доход по довгострокових урядових облігаціях з терміном погашення 10 і більше років. Цей вид інвестицій вважається найменш ризикованим, оскільки гарантом тут виступає держава, дані про рівень доходності облігацій періодично публікуються в засобах масової інформації.

У державах з нестабільною грошовою одиницею та незбалансованим бюджетом такий підхід застосувати неможливо, оскільки частка ризикової складової в нормі доходу по державних цінних паперах доволі значна. В умовах України найдоцільніше в якості безризикової використовувати ставку з короткострокових депозитних вкладів у вільно конвертованій валюті в провідних комерційних банках України. Хоча у сьогоднішній кризовій ситуації і цей параметр викликає багато запитань

Систематичним називається ризик, властивий усьому ринку капіталів. Він описує стан невизначеності щодо загальних економічних умов господарської діяльності в країні, і стосується одночасно всіх інвесторів. Ця ринкова премія визначається, враховуючи величину доходів на ринку цінних паперів за достатньо довгий проміжок часу в ретроспективному періоді, і визначається як середнє перевищення доходів по цінних паперах на фондовому ринку над безризиковою складовою.

Специфічним є ризик, характерний для конкретного активу. Ця складова ризику описує стан невизначеності щодо факторів, які впливають на конкретний актив. Специфічний ризик під-розділяється на три категорії:

- бізнес ризик;
- фінансовий ризик;
- додатковий ризик.

Бізнес-ризик є наслідком конкуренції в окремо взятій галузі і сформованої кон'юнктури ринку. Бізнес-ризик визначається наявністю сформованого портфелю замовлень, передбачуваністю цін на використовувані у виробництві ресурси, рівнем співвідношення між змінними й умовно постійними витратами. Для визначення бізнес ризику часто використовується середня величина відхилення доходів від основної діяльності господарського формування, порівняно з відхиленнями в аналогічних доходах по галузі за визначений період часу.

Розглянемо рівень рентабельності операційної діяльності промисловості Львівщини і зокрема машинобудування за період 2002–2007 рр. (табл. 2). Як очевидно з наведених даних у 2002 і у 2003 р., ситуація у переробній промисловості виглядала дещо краще, ніж загалом по промисловості Львівщини. За результатами 2004 року практично по всіх галузях відбулось падіння рівня дохідності операційної діяльності. Але починаючи з 2004 по 2007 рік, спостерігається позитивна тенденція збільшення рентабельності операційної діяльності як у промисловості Львівщини загалом, у переробній промисловості і по машинобудуванню. Аналізуючи окремі галузі машинобудування ми бачимо, що найбільший рівень дохідності спостерігається під час виробництва транспортних засобів та устаткування.

Таблиця 2

Рівень рентабельності основних галузей промисловості Львівщини [7]

| | Рівень рентабельності операційної діяльності | | | | | |
|--|--|------------|-------------|------------|------------|------------|
| | 2002 р. | 2003 р. | 2004 р. | 2005 р. | 2006 р. | 2007 р. |
| | відсотків | | | | | |
| Вся промисловість | 0.6 | 1.5 | -1.7 | 1.7 | 2.0 | 3.2 |
| добувна промисловість | -16.8 | -15.7 | -8.5 | -10.3 | -6.8 | -11.4 |
| переробна промисловість | 2.7 | 2.7 | -1.1 | 2.9 | 2.9 | 4.8 |
| машинобудування | -1.6 | -1.6 | -0.7 | 1.7 | 3.9 | 4.6 |
| виробництво машин та устаткування | -1.0 | -0.9 | -1.5 | -0.8 | 2.6 | 0.9 |
| виробництво електричного, електронного та оптичного устаткування | 1.8 | -1.0 | 9.1 | 0.7 | 0.2 | 2.5 |
| виробництво транспортних засобів та устаткування | -8.1 | -2.8 | -13.4 | 4.5 | 8.4 | 8.1 |

Фінансовий ризик – ризик пов'язаний із видачею кредитів, а також небезпекою невчасного або неповного погашення вимог, що впливають із договору позики. Фінансовий ризик залежить від суми позикових засобів, вартості позикового капіталу (процентних ставок по банківських позиках, графіку обслуговування боргу, співвідношення власного і позикового капіталу). Збільшення частки позикового капіталу, процентних ставок по банківських кредитах, емісія привілейованих акцій і боргових зобов'язань підвищують фінансовий ризик.

Додатковий ризик об'єднує інші види ризику, що не підходять під визначення фінансового і бізнес ризиків. Він залежить від масштабу бізнесу, впливу ключової фігури, необхідності здійснення додаткових інвестицій.

Звичайними природними мотивами поведінки інвесторів є

1) максимізація теперішньої вартості зведених грошових потоків на період реалізації інвестиційних проектів;

2) стабільне зростання бізнесу за період реалізації проекту.

Вимогу максимізації теперішньої вартості активу можна подати у вигляді

$$B^{(\Sigma)} = \sum_{j=1}^J (B_j^{(\Sigma)} \cdot \lambda_j) \Rightarrow \max \quad (3)$$

де $B^{(\Sigma)}$ – теперішня вартість активу (гр.од); λ_j – вид інвестиційного активу.

Шуканими екзогенними змінними є булеві величини $\lambda_j = \{0;1\}$, які приймають значення 0, коли цей інвестиційний актив відхиляється, і 1 коли приймається. Очевидно, що деякі інвестиційні активи взаємо-заперечуючі. Для внесення цих умов можна ввести обмеження типу

$$\lambda_{j_1} \cdot \lambda_{j_2} = 1 \text{ – коли активи приймаються одночасно, або ж не приймаються;}$$

$$\lambda_{j_1} \cdot \lambda_{j_2} = 0 \text{ – коли може бути прийнятий лише один актив з двох.}$$

Складніші обмеження можна побудувати на суперпозиції цих умов.

Умова на зростання вартості активу можна подати у вигляді, тобто сумарний

$$B_T^{(\Sigma)} > B_0^{(\Sigma)} \quad (4)$$

чистий грошовий потік в кінці інвестиційного періоду має перевищувати чистий сумарний грошовий потік на початку реалізації інвестицій.

Стабільність зростання вартості активу можна подати у вигляді такого класичного функціоналу:

$$\int_T \left(\frac{\partial B_t^{(\Sigma)}}{\partial t} - \frac{(B_T^{(\Sigma)} - B_0^{(\Sigma)})}{T} \right)^2 dt \Rightarrow \min \quad (5)$$

Приводячи цю вимогу до дискретного варіанта, отримуємо формулу

$$\sum_{t=1}^T \left[\frac{B_t^{(\Sigma)} - B_{t-1}^{(\Sigma)}}{t - (t-1)} - \frac{(B_T^{(\Sigma)} - B_0^{(\Sigma)})}{T} \right]^2 \Rightarrow \min \quad (6)$$

Активи, за якими не отримують доходи, можуть також котуватися за зростаючою ціною. Це відбувається через те, що їхні власники в майбутньому сподіваються продати їх за вищою ціною. Зазначений феномен сьогодні є доволі поширений в Україні стосовно енергетичних і енергогенеруючих підприємств, оскільки основний економічний ефект від володіння такими акціями і, зокрема, контрольним пакетом акціонерних товариств, що займають монополне становище, проявляється не в очікуваних дивідендах, а в результаті оперативного управління значними грошовими потоками таких підприємств.

Звичайно вважається, що оцінка майбутніх грошових потоків і перспективна ціна продажу активу залежить не лише від окремих проєктів, які реалізує емітент і повноти фінансової інформації, якою володіють інвестори. Така оцінка багато в чому залежить від того, як випадкові покупці уявляють собі еволюцію активу, хоча і на них також може вплинути інформація про такі проєкти і реальні дані. З іншого боку, безпосередній вплив на прийняття рішення про придбання активу має інформація про динаміку ціни конкретних активів.

Котування акцій у момент t , позначено через Pat , також залежить від дивідендів, що виплачуються, починаючи з моменту t , і від котування в момент T , що відображає економічний горизонт нового покупця. Цей процес продовжується і далі, і при прийнятому уявленні про необмежений термін роботи підприємства ціна акції може бути розрахована за формулою

$$Pa = \frac{Da}{r}. \quad (4)$$

Для визначення вартості залучення власних капіталів (Ri_v) можна використати методичні підходи викладені вище, припускаючи, що вартість капіталу є співмірною із величиною дивідендних виплат, які отримують акціонери по належних їм акціях. За цих умов вартість власного капіталу Ri_v у момент t визначається за формулою

$$Ri_v t = Dat \times Na, \quad (5)$$

де Na – кількість акцій емітованих акціонерним товариством чи часток, паїв господарських товариств інших організаційно-правових форм, одиниць.

Величина власного капіталу господарської організації $Gi_v t$ на момент часу t , при визначеній ринковій вартості акції, яку можемо позначати Pat , розраховуватиметься за такою формулою:

$$Gi_v t = Na \times Pat. \quad (6)$$

Подібно можемо визначити вартість інших фінансових джерел, до яких звертається підприємство. При аналізі інвестиційного циклу діяльності підприємств приймається до уваги період діяльності між почерговими зборами за один рік, відповідно і аналіз фактичного стану і прогноз динаміки проводять за річний період. При визначенні величини капіталу кожного з можливих джерел беремо їхнє середньорічне значення. Тому для розрахунку сумарної середньо-

зваженої величини капіталу (\bar{G}), мобілізованого суб'єктом господарювання за рахунок усіх наявних джерел, може бути використана формула

$$\bar{G} = \frac{\sum_{i=1}^n (G_i \times T_i)}{T_p}, \quad (7)$$

де T_i – період використання i -го джерела фінансових ресурсів протягом досліджуваного періоду часу базових одиниць (днів, тижнів, місяців); T_p – кількість базових одиниць часу протягом аналізованого періоду.

Як засвідчує практичний досвід функціонування фондового ринку розвинутих країн, здебільшого оцінка тенденцій зміни вартості капіталу, що належать до майбутніх періодів, не завжди можна точно визначити, зважаючи на широкий діапазон можливих ризиків. Тому оцінка динаміки дивідендів не завжди ґрунтується на досконалому вивченні фінансово-господарського стану підприємства, а формується більшою мірою за рахунок уявлень професійних інвесторів і випадкових покупців акцій про динаміку макроекономічних тенденцій, що не виключає впливу інформації, що надається підприємством.

Своєю чергою з урахуванням розбіжностей вартості залучення ресурсів внаслідок використання різних джерел можливою є оптимізація сумарної вартості капіталу.

Висновки

Ефективність господарського рішення забезпечується комплексним та об'єктивним його обґрунтуванням. Запропонований підхід дозволяє конкретизувати суб'єктам господарювання машинобудівного комплексу завдання і критерії їх вирішення на інвестиційному циклі діяльності через оцінювання та формування оптимальної структури капіталу.

Перспективи наступних досліджень

На основі теоретичних положень і обґрунтованої цілісної наукової концепції системного підходу до формування господарських рішень суб'єкта машинобудівного комплексу доцільно розробити прикладні рішення щодо впровадження розробленого організаційно-економічного механізму у систему менеджменту суб'єктів господарювання різних форм власності та масштабів діяльності.

Використання результатів дослідження суб'єктами управління різних рівнів у машинобудуванні сприятиме підвищенню їх ринкового потенціалу, зростанню вартості капіталу, адаптації суб'єктів господарювання у машинобудуванні до стандартів світового ринку індустріальної техніки, зміцнення іміджу вітчизняного виробника у сфері ділового бізнесу.

1. Закон України Про оподаткування прибутку підприємств. Відомості Верховної Ради 1995, N 4, від 28.12.94, із змінами і доповненнями. 2. Бирман Г., Шмидт С. Экономический анализ инвестиционных проектов (Пер. с англ. под ред. Л.П. Бельх). – М.: Банки и биржи ЮНИТИ. – 1997. – 631 с. 3. Ніхтбах Е., Грінеллі А. Фінанси. – К.: Глобус.- 1992.- 383 с. 4. Фатхутдинов Р.А. Инновационный менеджмент: Учебник для вузов. – М.: ЗАО "Бизнес-Школа Интел-Синикз", 1998. – 600 с. 5. Терехух А.А. До питання формування критеріїв оцінки фінансового стану підприємств // Вісник Нац. ун-ту "Львівська політехніка". №425, 2001 р. 6. Терехух А.А. Формування алгоритму обґрунтування прийняття господарських рішень // Вісник Нац. ун-ту "Львівська політехніка". №446. – 2002. 7. Статистичний збірник «Промисловість Львівщини». – Львів: Головне управління статистики у Львівській області, 2008.