

## ОЦІНКА ЕФЕКТИВНОСТІ ІНВЕСТИВАННЯ ПРОЕКТІВ ПФГ

©Чубка О.М., 2004

**Метою інвестиційної діяльності промислово-фінансової групи є забезпечення високої дохідності інвестованих у проект коштів. Запропоновано систему показників для оцінки ефективності інвестування проектів ПФГ.**

**The objective of investment activity of industrial-financial group is provided a high income investing means of project. The system of factors for estimation effectiveness investment project of IFG is proposed.**

**Постановка проблеми.** За сучасного стану економіки, в умовах інвестиційного дефіциту, створення промислово-фінансових груп (ПФГ) є проявом прогресу суспільного виробництва і одночасно умовою його подальшого розвитку, оскільки сприяє відтворенню виробничих зв'язків, припиненню спаду виробництва, фінансовій стабілізації у підприємств-суб'єктів ПФГ, збільшенню темпів накопичення капіталу та його концентрації, реконструкції виробничих потужностей та початку структурної перебудови. В умовах формування ПФГ за принципом кінцевої продукції спрощується завдання вкладення коштів у розвиток чи підтримку окремих галузей чи у фактори виробництва, оскільки підприємства технологічно взаємопов'язані між собою і необхідно лише створити загальний інвестиційний фонд цільового призначення та оптимально його розподіляти.

За українським законодавством ПФГ є системою капіталу, що містить промисловий блок (виробничі, науково-дослідні інститути тощо) і фінансовий блок у вигляді сукупності фінансово-кредитних установ, основним призначенням яких є мобілізація та організація руху грошових потоків. Грошові потоки у цьому випадку призначаються не просто для обслуговування виробничих підприємств, але й для розширення інвестиційної діяльності. Проте слід зазначити, що промфінгрупи можуть успішно розв'язувати завдання мобілізації інвестиційних ресурсів за наявності сильного фінансового блоку, представленого розвинутими фінансовими інститутами. Розв'язанню цього питання сприяє й організаційна структура групи, яка дає змогу акумулювати грошові ресурси і проводити їх у вигляді інвестицій у виробництво (витрати на нове будівництво, розширення, реконструкцію, удосконалення, технічне переобладнання наявних основних фондів виробничого і невиробничого призначення, освоєння нової продукції і т.п.).

**Аналіз останніх досліджень і результатів.** Дослідження літературних джерел щодо інвестиційної діяльності ПФГ показало, що даним питанням займалися багато вчених, зокрема Н.Ф. Фролов [1], І.Г. Устінова [2], Є.О. Бесараб, В.О. Кузьмінський та ін.. Дослідниками переважно подаються загальні рекомендації щодо здійснення інвестиційної політики та стимулювання руху інвестиційних ресурсів групи. Автори не приділяють уваги оцінці ефективності проектів та вибору найоптимальнішого варіанта.

**Постановка завдань.** Метою інвестиційної діяльності ПФГ, як і будь-якого іншого суб'єкта господарювання, є забезпечення високої дохідності інвестованих у проект коштів. Тому основним завданням публікації є аналіз показників, які дозволяють вибрати найприбутковіший проект для ПФГ. Оцінюють ефективність організації інвестиційних проектів за економічними параметрами, шляхом зіставлення витрат і доходів, пов'язаних із реалізацією інвестицій. Прибутковість інвестицій є найважливішою умовою, а не метою інвестиційної діяльності.

**Виклад основного матеріалу.** Створення ПФГ в Україні – це один із шляхів ефективного функціонування підприємств, оскільки організація групи спрощує інвестування грошових коштів

на розвиток виробництва, сприяє налагодженню випуску нової продукції, що здатна конкурувати із зарубіжними аналогами, прискорити впровадження нововведень.

Якщо ПФГ створюється для виробництва нової, висококонкурентної продукції відповідно до державної програми, то протягом життєвого циклу кінцевої продукції ПФГ може підтримувати свій конкурентний статус. Але з часом в умовах динамічного ринку, постійної зміни пріоритетів споживачів орієнтація на один вид кінцевої продукції дуже швидко зробить таке інтеграційне об'єднання неприбутковим. Відповідно при створенні групи треба передбачити можливість диверсифікації продукції або монопродукція групи повинна мати стійкий попит протягом тривалого часу. Щоб підтримувати конкурентний статус, постійно необхідні фінансові ресурси не тільки для придбання матеріалів, сировини, але й для своєчасної заміни технології і запуску нових видів продукції. Отже, для забезпечення стійкого фінансового стану у довготривалому періоді ПФГ повинні мати серію інвестиційних проектів – загальних для групи і індивідуальних для окремих учасників. Ці проекти повинні бути привабливими для комерційного банку через обмеженість у групі коштів для самофінансування, а сполучною ланкою мав би бути науково-дослідний підрозділ групи, що займається стратегічними дослідженнями товарного ринку, створенням нових технологій, розробкою інвестиційних проектів. [1, с. 8].

Оцінюючи ефективність інвестиційних проектів, необхідно враховувати невизначеність, тобто неповноту та неточність інформації про умови руху грошових потоків проекту, а також фактор ризику, тобто можливість виникнення таких умов, які приведуть до негативних наслідків і можуть знизити ефективність проекту. Принципова технічна реалізація продукції і наявність ринкової ніші з'ясовуються вже на стадії відбору ідеї. Коли мова йде про розроблений інвестиційний проект, то під імовірністю технічного і комерційного успіху розуміють імовірність досягнення конкретних технічних параметрів і економічних показників, передбачених проектом у призначені строки (наприклад, обсяг продажів або величина прибутку).

Імовірність того, що вкладення в проект будуть неефективними, можна відобразити за формулою [2, с. 81]:

$$I_y = 1 - P_T \cdot P_K,$$

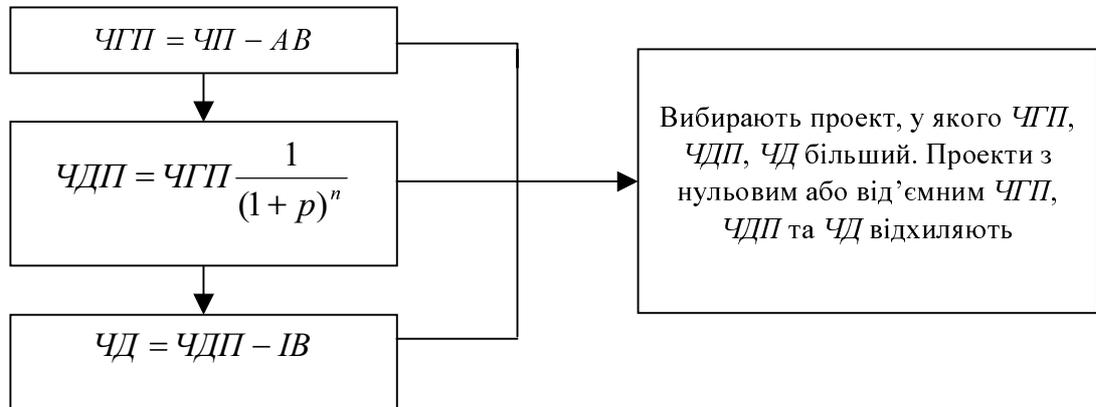
де  $I_y$  – імовірність успіху;  $P_T$  – технічний ризик;  $P_K$  – комерційний ризик.

Об'єктивна оцінка ефективності інвестованих проектів ПФГ є основою для розв'язання завдань управління наявним капіталом групи, серед яких: визначення терміну повернення вкладеного у проекти капіталу, шляхи його альтернативного використання, потоки прибутку в майбутньому. Для цього обсяг інвестиційних витрат порівнюють із сумами і термінами повернення інвестованого капіталу, визначають період окупності інвестиційного проекту – проміжку часу, протягом якого повернуться початкові витрати шляхом нагромадження реальних грошей від впровадження проекту в дію. Повернення інвестованого капіталу можна оцінити за допомогою показника чистого грошового потоку (ЧГП) за весь період експлуатації, який визначається як різниця між додатним (сума чистого прибутку, яка залишається у розпорядженні підприємства після сплати податків і інших обов'язкових платежів) і від'ємним (амортизаційні відрахування) грошовими потоками. Для оцінки ефективності інвестиційних проектів грошові потоки для всього розрахункового періоду – життєвого циклу конкретного проекту групи мають прогнозуватись.

Через те, що інвестування здійснюється не одноразово, а поетапно, показник чистого грошового потоку необхідно скорегувати на дисконтну ставку, диференційовану за різними проектами на основі таблиць складних процентів. Одержаний показник – чистий дисконтний (або фактичний) потік (ЧДП) в окремі періоди повніше характеризує ефективність окремого інвестиційного проекту, оскільки норму дисконту вибирають залежно від тривалості життєвого циклу проекту, рівня інфляції, господарського ризику, імовірності зміни процентних ставок на використання позикових коштів. На основі ефективності окремих проектів можна визначити середньо галузеву ефективність інвестиційних проектів ПФГ. Для цього слід згрупувати інвестиційні проекти за галузевою ознакою, знайти суму показника ефективності проектів в галузі і розділити на кількість проектів в групі.

Узагальнюючим кінцевим ефектом від інвестування є чистий приведений дохід за інвестиційним проектом (ЧД), який розраховується шляхом віднімання від попереднього показника суми інвестиційних витрат на реалізацію проекту (всі прямі і непрямі витрати грошових коштів, матеріальних і нематеріальних активів, трудових та інших ресурсів).

Порядок розрахунку описаних вище показників (на основі відомих формул [3, с. 176]) наведено на рисунку.



Алгоритм розрахунку кінцевого ефекту від інвестування проекту ПФГ: ЧП – чистий прибуток; АВ – амортизаційні відрахування;  $(1+p)^n$  – дисконтний множник;  $p$  – ставка дисконтування або норма дисконту;  $n$  – кількість періодів експлуатації; ІВ – сума інвестиційних витрат

Фінансова оцінка інвестиційного проекту здійснюється на основі аналізу фінансових звітів учасників ПФГ. За допомогою такого аналізу інвестори, кредитори, менеджери та інші зацікавлені учасники групи можуть оцінити поточний, минулий і спрогнозувати подальший фінансовий стан підприємства на всіх стадіях здійснення проекту.

Альтернативою до використання потокових методів оцінки ефективності інвестицій є застосування аналізу коефіцієнтів. Їх вибирають аналітики ПФГ самостійно з огляду на пріоритетність завдань, які передбачені стратегічними і поточними планами групи.

Для оцінки ефективності проекту можна застосувати такі показники:

– коефіцієнт дохідності ( $Kd$ ) характеризує суму інвестиційних витрат, які припадають на одиницю чистого дисконтного прибутку, і визначається за формулою:

$$Kd = \frac{IB}{\overline{ЧДП}}. \text{ При цьому } \overline{ЧДП} = \frac{ЧДП}{n}.$$

– внутрішня ставка дохідності ( $ВСД$ ) – значення показника дисконту, при якому обсяг інвестицій дорівнює обсягу грошових потоків від інвестицій, або рівень дисконтної ставки, при якому чистий приведений дохід у процесі дисконтування приведений до нуля. Внутрішню ставку дохідності можна орієнтовно оцінити на основі такої формули:

$$\sum_{j=1}^n \frac{ЧП}{(1 + ВСД)^j} = IB \text{ [3, с. 176],}$$

– прибутковість інвестицій ( $\Pi i$ ) або дисконтована норма прибутку є співвідношенням прибутку після сплати податку та інвестицій:

$$\Pi i = \frac{ЧДП}{IB}.$$

Показник прибутковості інвестицій не має бути меншим, ніж результат вкладення коштів інвестора в інші активи з порівняним рівнем ризику.

– прибутковість продажу ( $\Pi пр$ ) є співвідношенням отриманих прибутків відносно продажу за проектом:

$$\Pi_{пр} = \frac{\Pi_{в}}{\Pi},$$

де  $\Pi_{в}$  – валовий прибуток;  $\Pi$  – обсяг продажу.

Для розрахунку показників прибутковості інвестицій та прибутковості продажу обсяг прибутку і обсяг продажу можна спрогнозувати, оскільки учасники ПФГ технологічно пов'язані між собою, здійснюють фінансову чи виробничу діяльність для досягнення однієї мети і інвестиційна діяльність, незалежно від джерел фінансування, спрямовується на пріоритетні (наперед узгоджені) варіанти розвитку групи. Тобто підприємство-інвестор при реалізації проекту “на замовлення” може розраховувати на повернення конкретної суми грошових коштів. У випадках, якщо інвестиційна компанія чи підприємство-учасник групи планує вкласти кошти в інноваційний проект, обсяг прибутку та обсяг продажу важко передбачити через різні чинники ризику: ринковий попит, реакція виробників товарів-субститутів, вплив оновлення технології на постійні та змінні витрати, реальні переваги нової технології тощо. Виявити умови доцільності реалізації проекту можна за допомогою аналізу беззбитковості. Сутність методу полягає у визначенні критичного обсягу виробництва в конкретних умовах, який дасть змогу розглядати проект як беззбитковий.

Обсяг продажу в точці критичного обсягу виробництва розглядається як залежність між змінними витратами, постійними витратами і обсягом продажу. Якщо обсяг продажу в грошах набуває форми добутку його натурального обсягу і ціни, то очікувана ринкова ціна продукції матиме вигляд:

$$\Pi_K^Г = \frac{\Pi В \cdot \Pi}{\Pi - ЗВ},$$

де  $\Pi_K^Г$  – обсяг продажу в точці критичного обсягу виробництва в грошовому еквіваленті;  $\Pi В$  – постійні витрати виробництва;  $ЗВ$  – змінні витрати виробництва.

Але обрахунок обсягу продажу в точці беззбитковості у натуральному виразі дає змогу абстрагуватися від можливої інфляції та зміни валютного курсу, які можуть впливати на ціну продукції. Обсяг продажу в точці критичного обсягу виробництва в натуральному виразі ( $\Pi_K^H$ ) має вигляд:

$$\Pi_K^H = \frac{\Pi В}{Ц - ЗВ \cdot O},$$

де  $Ц$  – продажна ціна продукції;  $O$  – обсяг продажу у натуральному вираженні.

Висновок про доцільність чи недоцільність реалізації проекту можна зробити на основі порівняння прогнозних обсягів продажу та обсягів, що відповідають точці беззбитковості. Небажаною вважається висока точка беззбитковості [4, с. 125].

**Висновок.** Головною метою формування інвестиційного портфеля промислово-фінансової групи є забезпечення реалізації стратегії інвестування через вибір найефективніших напрямків інвестування на основі перерахованих показників. Аналіз показує, що використання потокових методів оцінки інвестиційних проектів у комбінації з фінансовими коефіцієнтами є оптимальним шляхом прийняття своєчасних і об'єктивних рішень щодо вибору ефективного проекту. Перелік показників можна доповнити й іншими коефіцієнтами, що зумовлює перспективи розвідок у майбутньому.

1. Фролов Н.Ф. *Інвестиційно-кредитні взаємовідносини суб'єктів промислово-фінансової групи.* – Донецьк: ІЕП НАН України, 1999. – 20с. 2. Рачинська І.В., Устінова І.Г. *Деякі підходи до визначення комерційного ризику інвестування інноваційної діяльності в умовах функціонування промислово-фінансових груп // Вісник “Промислово-фінансові групи: проблеми створення, становлення та розвитку”.* – Львів: ДУ “Львівська політехніка”, 1998. – 226 с. 3. Головач А.В., Захожай В.Б., Головач Н.А., Шепітко Г.Ф. *Фінансова статистика (з основами теорії статистики).* – Київ: МАУП, 2002. – 223с. 4. Шахмарова Е.Д. *Фінансова оцінка інноваційних проектів // Фінанси України.* – 2002. – №6.