

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
СУМСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

На правах рукопису

НОВИКОВА ІННА ВОЛОДИМИРІВНА

УДК:658.152(043.5)

**ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНЕ УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЮ
ДІЯЛЬНІСТЮ ПІДПРИЄМСТВА**

Спеціальність 08.00.04 – економіка та управління підприємствами
(за видами економічної діяльності)

ДИСЕРТАЦІЯ
на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник –
кандидат економічних наук, доцент
Акуленко Віталій Лук'янович

Суми – 2013

ЗМІСТ

ВСТУП	4
РОЗДІЛ 1. ІНВЕСТИЦІНА ДІЯЛЬНІСТЬ ЯК ПЕРЕДУМОВА СТРАТЕГІЧНОГО РОЗВИТКУ ПІДПРИЄМСТВА	12
1.1 Інвестиційна стратегія в загальній системі управління на підприємством	12
1.2 Концептуальні підходи до управління підприємством: порівняльний аналіз	22
1.3 Аналіз інвестиційної діяльності підприємств машинобудування в Україні	36
Висновки до розділу 1	50
РОЗДІЛ 2. НАУКОВО-МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО ФОРМУВАННЯ СИСТЕМИ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЮ ДІЯЛЬНІСТЮ ПІДПРИЄМСТВА	55
2.1 Управління інвестиційною діяльністю в системі управління вартістю підприємства	55
2.2 Концептуальні основи формування вартісно-орієнтованої системи управління інвестиційною діяльністю підприємства	69
2.3 Обґрунтування критеріїв оцінки стратегічних інвестиційних рішень на основі удосконалення моделі доданої вартості грошового потоку	85
Висновки до розділу 2	107
РОЗДІЛ 3. ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ УПРАВЛІННЯ РЕАЛЬНИМИ ІНВЕСТИЦІЯМИ ПІДПРИЄМСТВА НА ОСНОВІ ВАРТІСНОЇ КООРДИНАЦІЇ	113
3.1 Координація стратегічних та поточних інвестиційних рішень в системі вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю	113
3.2 Оцінка періоду економічного життя стратегічних інвестицій на	

основі аналіз показників діяльності підприємств машинобудівної галузі України.....	140
3.3 Оцінка ефективності стратегічного інвестиційного проекту на основі доданої грошової вартості	155
Висновки до розділу 3	182
ВИСНОВКИ	185
ДОДАТКИ.....	188
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	194

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Сучасні процеси інтенсифікації структурних змін у світовій економіці зумовлюють появу нових видів діяльності, галузей, їх стрімке зростання. Інтеграція України до світового економічного простору з одного боку створює переваги для вітчизняних підприємств, а з іншого – посилює конкуренцію за ресурси, ринки збуту, висуває додаткові вимоги щодо управління підприємством, особливо стратегічного.

Проблема ефективного управління інвестиціями з позицій стратегічних перспектив зростання може розглядатися як управління на основі вартості відповідно до концепції управління вартістю підприємства (VB-management), враховуючи специфіку управління інвестиційною діяльністю. Саме необхідність конкурувати як за споживача, так і за ресурси для реалізації ефективних інвестиційних стратегій вимагає формування систем управління, яке орієнтовано на стабільне зростання вартості.

Особливо актуально питання стратегічного інвестування у контексті збільшення вартості постає для вітчизняних машинобудівних підприємств, які, маючи значний потенціал розвитку, суттєво відстають за більшістю показників від іноземних підприємств-конкурентів. Традиційно машинобудування відіграє провідну роль у розвитку реального сектору економіки, оскільки безпосередньо пов'язане з іншими видами економічної діяльності.

Незважаючи на широке представлення досліджень проблем інвестиційного менеджменту у науковій літературі, їх ґрунтовність та значущість, недостатньо розробленими залишаються питання щодо трансформації системи управління інвестиційною діяльністю підприємства в аспекті стратегічного зростання його вартості. Зокрема, удосконалення потребують науково-методичні підходи до оцінки ефективності стратегічних

рішень щодо реального інвестування, їх координації із тактичними виходячи із загальної цілі підтримання стабільного зростання вартості підприємства. Крім того, неадаптованість до вітчизняного економічного середовища існуючих у світовій теорії і практиці корпоративного управління підходів до управління вартістю є додатковим фактором, що зумовлює необхідність удосконалення науково-методичних підходів до управління інвестиційною діяльністю в загальній системі корпоративного менеджменту.

Отже, актуальність дисертаційного дослідження визначається необхідністю удосконалення процесів управління інвестиційною діяльністю підприємства на основі формування вартісно-орієнтованої системи управління.

Фундаментальні теоретичні, методологічні, методичні та прикладні аспекти дослідження інвестиційної діяльності, ефективного управління нею, висвітлені у працях багатьох видатних вітчизняних та зарубіжних учених, зокрема, О. Амоші, О. Балацького, І. Бланка, Ю. Богатіна, Ф. Вайсенрідера, Т. Васильєвої, П. Віленського, В. Геєця, С. Герасимової, В. Коссова, В. Лівшиця, Е. Отгоссона, А. Пересади, О. Теліженка, Т. Хачатурова, Д. Черваньова, М. Чумаченка, А. Шеремета, та інших.

Висвітленню питань управління на основі вартості обумовила широке присвячені праці таких учених, як: Е. Блек, М. Браун, А. Дамодаран, С. Валдайцев, М. Волков, І. Івашковська, Т. Коупленд, О. Кузьмін, А. Раппапорт, О. Сохацька, Дж. Стюарт, Т. Теплова, У. Шарп та інші.

Теоретична актуальність та практичне значення проблеми формування вартісно-орієнтованої системи управління інвестиційною діяльністю підприємства обумовили вибір теми, мети, завдань дослідження, визначили зміст та структуру дисертаційної роботи.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота виконана у контексті Основних наукових напрямів та найважливіших проблем фундаментальних досліджень у галузі природничих, технічних і гуманітарних наук на 2009-2013 рр. (Постанова Президії НАН

України від 25.02.2009 №55), а саме у відповідності до таких пріоритетних комплексних міждисциплінарних досліджень: інноваційна та інвестиційна політика, прогнозування та моделювання розвитку економічних, технологічних, інноваційних і соціально-демографічних процесів. Наукові результати дисертаційного дослідження увійшли до науково-дослідних робіт: “Фінансове забезпечення інноваційної діяльності підприємства” (№ д/р 0110U006868), де автором викладено науково-методичні підходи до формування вартісно-орієнтованої системи управління інвестиційною діяльністю підприємства, обґрунтовано науково-методичні підходи до оцінки ефективності стратегічних інвестицій, до визначення економічного періоду життя стратегічних інвестицій в галузі.

Мета та завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є удосконалення теоретико-методичних підходів до управління інвестиційною діяльністю як складової загальної системи управління вартістю підприємства.

Відповідно до поставленої мети дослідження було визначено такі завдання:

- дослідити роль і місце вартісного підходу в управлінні підприємством;
- провести аналіз інвестиційної діяльності підприємств машинобудування в Україні;
- розробити науково-методичний підхід до формування системи вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю підприємства;
- обґрунтувати критерії оцінки стратегічних інвестиційних проектів, базуючись на концепції управління вартістю підприємства;
- викласти науково-методичний підхід до визначення періоду економічного життя стратегічних інвестицій як прогнозного періоду розрахунків їх ефективності;
- розробити науково-методичний підхід координації стратегічних та поточних інвестиційних рішень;

– систематизувати існуючі підходи до застосування методу реальних опціонів та розробити на їх основі методичний підхід до оцінки підтримуючих (поточних) інвестицій.

Об’єктом дослідження є процес управління інвестиційною діяльністю підприємства, орієнтований на зростання його вартості.

Предметом дослідження є економічні відносини, що виникають в процесі здійснення підприємством інвестиційної діяльності.

Методи дослідження. Методологічною основою дисертаційного дослідження є діалектичний метод пізнання, системний підход, фундаментальні положення загальної економічної теорії, економіки підприємства, теорії стратегічного управління, концепції управління вартістю підприємства, фінансового менеджменту підприємства.

У роботі використані такі *методи дослідження*: метод логічного узагальнення, наукової абстракції, системно-структурний аналіз (під час дослідження змісту та структури системи вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю підприємства); порівняльний і статистичний аналізи (під час дослідження стану інвестиційної діяльності підприємств машинобудування в Україні); методи економіко-математичного моделювання і прогнозування, графічний метод (при обґрунтуванні критеріїв ефективності стратегічних інвестиційних проєктів, а також при визначенні тривалості періоду економічного життя стратегічних інвестицій); багатовимірний статистичний аналіз (при дослідженні динаміки показників доходності інвестицій та вартості капіталу підприємств машинобудівної галузі України).

Інформаційну базу дослідження склали законодавчі акти Верховної Ради України, постанови Кабінету Міністрів України, нормативні документи міністерств і відомств, інших органів державного і регіонального управління. Використані статистичні та аналітичні матеріали Державного комітету статистики з питань інвестиційної діяльності промислових підприємств України, фінансова звітність підприємств, монографії і науково-аналітичні

статті вітчизняних і зарубіжних авторів, інформаційні матеріали, опубліковані в періодичних виданнях, електронні ресурси, представлені в мережі інтернет, первинні дані щодо інвестиційної діяльності машинобудівних підприємств, які зібрані та опрацьовані особисто автором.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у такому:

вперше:

– розроблено науково-методичний підхід до координації стратегічних та поточних інвестиційних рішень, що базується на використанні показника еквівалентної доданої грошової вартості інвестицій та передбачає формування оптимального портфелю реальних проектів підтримувальних (поточних) інвестицій на основі критерію максимізації еквівалентної грошової доданої вартості стратегічних інвестицій;

удосконалено:

– модель доданої грошової вартості, що на відміну від існуючих передбачає визначення таких показників: скорегованого необхідного грошового потоку як суми мінімального грошового потоку та витрат на капітал; показника еквівалентної доданої грошової вартості; рівня стійкості доданої грошової вартості інвестиційного проекту;

– науково-методичний підхід до визначення періоду економічного життя стратегічних інвестицій як прогнозного періоду розрахунків їх ефективності, що на відміну від існуючих передбачає урахування динаміки показників доходності інвестицій, вартості капіталу та розміру капіталу у відповідній галузі та базується на використанні методу нормованого розмаху;

– методичний підхід до оцінки ефективності інвестицій, який на відміну від існуючих передбачає оцінку ефекту від реалізації поточного інвестиційного проекту як вартості «реального опціону на збільшення грошової доданої вартості стратегічного проекту»;

набули подальшого розвитку:

– концепція управління вартістю підприємства шляхом обґрунтування системи вартісно-орієнтованого управління інвестиційною

діяльністю, яку запропоновано розглядати як систему принципів, методів та вартісних інструментів управління, які визначають механізми реалізації інвестицій підприємством відповідно до загальної (основної) мети зростання вартості підприємства на основі вартісної координації стратегічних і поточних інвестиційних рішень;

– принципи управління інвестиційною діяльністю підприємства, які поряд з існуючими принципами неперервності; гнучкості, відповідності, наступності інвестиційних рішень, альтернативності та ефективності включають принципи пріоритетності створення вартості та вартісної координації.

Практичне значення одержаних результатів визначається тим, що розроблені дисертантом пропозиції щодо удосконалення науково-методичних основ управління інвестиційною діяльністю підприємства на основі вартісного підходу дають можливість підприємствам використовувати результати роботи при розробленні та реалізації інвестиційної стратегії, розширити економічний інструментарій оцінки ефективності інвестиційних рішень.

Основні положення викладені в дисертації доведено до рівня методичних розробок і практичних рекомендацій, що можуть застосовувати у практиці управління підприємствами.

Розроблені науково-методичні та практичні результати дисертаційного дослідження щодо ефективності стратегічних інвестицій, які базуються на використанні показника еквівалентної доданої вартості грошового потоку та рівня стійкості доданої грошової вартості інвестиційного проекту використані на підприємстві ПАТ «Сумський завод «Насосенергомаш» (довідка № 79-9454 від 19.12.2012 р.).

Матеріали дисертаційного дослідження (теоретичні, методичні та практичні авторські розробки) впроваджені у навчальний процес Шосткинського інституту Сумського державного університету при викладанні дисциплін «Інвестування», «Основи менеджменту» (акт № 3 від

14 листопада 2012 р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертація є самостійною науковою працею, в якій викладено та обґрунтовано науково-методичні підходи до управління інвестиційною діяльністю підприємства на основі вартісних критеріїв. Наукові положення, висновки та рекомендації, що викладені у роботі, отримані автором самостійно. З наукових праць, опублікованих у співавторстві, у роботі використані лише ті положення, які є результатами особистого дослідження здобувача.

Апробація результатів дисертації. Основні положення та результати дисертаційного дослідження були оприлюднені та отримали схвальну оцінку на наукових і науково-практичних конференціях, зокрема: III Міжнародній науково-практичній конференції «Особливості функціонування національних фінансових систем в умовах поглиблення глобалізаційних процесів» (м. Ірпінь, 2010 р.); Восьмій міжнародній науково-практичній конференції «Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації» (м. Тернопіль, 2011 р.); Міжнародній науковій конференції студентів і молодих вчених «Століпінські читання», (м. Севастополь, 2011 р.); Другій міжнародній науково-практичній конференції «Економіка та менеджмент: перспективи розвитку» (м. Суми, 2012 р.); Міжнародній науково-практичній конференції «Економіка підприємства: сучасні проблеми теорії та практики» (м. Одеса, 2012р.); I Міжнародній науковій конференції «Сталий розвиток підприємств, регіонів, країн» (м. Дніпропетровськ, 2012 р.).

Публікації. За результатами дисертаційного дослідження опубліковано 13 наукових праць загальним обсягом 4,23 друк. арк., з яких особисто авторові належать 3,98 друк. арк., у тому числі 7 статей у наукових фахових виданнях (з них 2 – у співавторстві), 6 публікації у збірниках матеріалів конференцій (з них 1 – у співавторстві).

Структура та обсяг дисертації. Дисертаційна робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків, додатків і списку використаних джерел.

Загальний обсяг дисертації – 215 сторінок, у тому числі основного тексту – 180 сторінки. Дисертація містить 40 таблиць на 19 сторінках, 37 рисунків на 17 сторінках, список використаних джерел 196 найменувань на 22 сторінках, 5 додатків на 6 сторінках.

РОЗДІЛ 1.

ІНВЕСТИЦІНА ДІЯЛЬНІСТЬ ЯК ПЕРЕДУМОВА СТРАТЕГІЧНОГО РОЗВИТКУ ПІДПРИЄМСТВА

1.1 Інвестиційна стратегія в загальній системі управління підприємством

У сучасних умовах позиціонування України як повноправного члена Світової організації торгівлі й подальшої євроінтеграції характерна тенденція до посилення конкурентної боротьби вітчизняних та іноземних товаровиробників на внутрішніх і зовнішніх ринках, що зумовлює необхідність зміцнення національної економіки. У такій ситуації інвестиційна діяльність виступає одним із визначальних факторів економічного зростання та сталого розвитку економіки України, у тому числі створення позитивного іміджу країни, зростання інноваційної активності, розширення виробничо-технічного потенціалу народного господарства, налагодження міжнародних взаємозв'язків і досягнення запланованих показників економічної ефективності. Проте, тривала відсутність ефективної інвестиційно-інноваційної стратегії держави, оптимального фінансового забезпечення й державної підтримки проектів інвестиційно-інноваційного розвитку, невідповідність і неадаптованість до світових стандартів, технічна та технологічна відсталість промислових підприємств, зношеність основних фондів, низький рівень використання виробничих потужностей, їх висока енергетична та капіталомісткість призвели до зниження інвестиційної привабливості базових галузей економіки, у тому числі й машинобудування.

У цьому контексті створення ефективної системи управління інвестиційною діяльністю підприємств машинобудівного комплексу України є актуальним науковим і практичним завданням, вирішення якого потребує ґрунтовного дослідження та вдосконалення теоретико-методичного апарату

управління інвестиційними процесами у сучасних умовах.

Перш, ніж викласти результати дослідження особливостей управління інвестиційною діяльністю, проаналізуємо підходи до визначення сутності та змісту понять «інвестиції» та «інвестиційна діяльність», адже дотепер серед науковців і практиків не існує єдиного бачення щодо їх тлумачення.

Зупинимося на визначенні інвестицій, оскільки це – багатоаспектна категорія, визначення якої різняться залежно від рівня економічної системи для якої здійснюється дослідження, її цілей та завдань, сфери економічних відносин, в межах якої розглядаються певні економічні відносини.

Характеризуючи інвестиції як витрати на виробництво і накопичення засобів виробництва збільшення матеріальних запасів, автори [102] акцентують увагу лише на реальному секторі економіки, залишаючи поза увагою фінансовий.

У роботі [148] запропоновано чотири узагальнені тлумачення поняття «інвестиції» на мікрорівні:

1. Інвестиції як платежі.
2. Інвестиції як майно.
3. Комбінаторне поняття інвестицій.
4. Диспозиційне розуміння інвестицій.

Інвестиції, що визначаються як платежі, характеризують потік виплат, пов'язаних із створенням (придбанням) інвестиційних активів. Характеристика інвестицій як майна є основною для бухгалтерського підходу, згідно з яким інвестиції розглядаються як процес перетворення капіталу на об'єкти майна у складі активів підприємства.

Комбінаторне поняття інвестицій автори [148] пропонують визначати як додаткові вкладення до вже здійснених, тоді як диспозиційне – виходить із припущення про те, що процес інвестування передбачає «зв'язування» фінансових ресурсів підприємства, а отже, зменшення свободи у розпорядженні цими коштами.

Саме таке розширене тлумачення інвестицій є спробою охарактеризувати їх різні аспекти та пояснює різнобічні визначення поняття «інвестиційна діяльність», систематизація яких наведена у таблиці 1.1.

Таблиця 1.1

Тлумачення терміну «інвестиційна діяльність»

<i>Джерело, автор</i>	<i>Визначення</i>
Закон України «Про інвестиційну діяльність» від 18 вересня 1991 р. [64].	Сукупність практичних дій громадян, юридичних осіб і держави щодо реалізації інвестицій. Об'єкти інвестиційної діяльності – будь-яке майно, у тому числі основні фонди й оборотні кошти, цінні папери, цільові грошові вклади, науково-технічна продукція, інтелектуальні цінності, інші об'єкти власності, а також майнові права.
Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 4 «Звіт про рух грошових коштів» [125].	Придбання та реалізація тих необоротних активів, а також тих фінансових інвестицій, які не є складовою частиною еквівалентів грошових коштів.
Л. Гончаренко [47]	Процес вкладання інвестицій і здійснення практичних дій з метою отримання прибутку і/або досягнення іншого корисного ефекту.
А. Пересада [122], Т. Майорова [101]	Послідовна сукупність практичних дій суб'єктів (інвесторів та учасників) щодо здійснення інвестицій з метою одержання доходу або прибутку.
В. Федоренко [154]	Комплекс заходів і дій фізичних та юридичних осіб, які вкладають власні кошти (у матеріальній, фінансовій або іншій майновій формі) з метою отримання прибутку.

У існуючому законодавстві немає узгодженого визначення інвестицій [62; 63; 78].

На нашу думку, одним із найбільш загальних та водночас змістовно повних визначень інвестицій, в якому враховані ключові їх характеристики, є їх визначення як відмови від певної цінності у поточний момент для отримання цінності у майбутньому [165]. Таке визначення свідчить, по-перше, про розуміння інвестиції як цінності, що «вилучається» у певний момент часу, по-друге, як передумова створення цінності у майбутньому.

Саме таке розуміння інвестицій дає підстави розглядати доцільність застосування вартісного підходу як основної теоретичної концепції управління.

Управління інвестиційною діяльністю є одним з найбільш важливих елементів загальної системи управління підприємством.

Серед завдань управління інвестиційною діяльністю підприємства виділяють:

- узгодження інвестиційних потреб та можливостей підприємства;
- стратегічна та поточна максимізація інвестиційного прибутку підприємства;
- мінімізація інвестиційного ризику підприємства в поточному та довгостроковому періоді;
- підтримання оптимального рівня ліквідності інвестицій підприємства;
- підтримання стійкого фінансового стану підприємства в процесі здійснення інвестиційної діяльності [10; 25; 160].

Особливістю управління інвестиційною діяльністю є тісний зв'язок із загальною системою управління на підприємстві, оскільки управлінські рішення стосовно інвестицій безпосередньо або опосередковано пов'язані з іншими видами діяльності (операційною (виробничою), збутовою, фінансовою тощо) [28]. Тому інтеграція у загальну систему управління на підприємстві, підпорядкування його стратегічним цілям є необхідною умовою ефективності управління.

У роботі [54] система управління інвестиційною діяльністю підприємства розглядається з прагматичного підходу як сукупність практичних дій та заходів, методів і прийомів, пов'язаних з цілеспрямованим регулюванням руху капіталу, що вкладається в інвестиційні об'єкти з метою отримання прибутку (доходу) або досягнення іншого корисного ефекту. Проте ми вважаємо, що обмежуватися у визначенні лише практичними діями та заходами не зовсім коректно, оскільки система управління традиційно

включає і теоретичні принципи, і функції управління, які визначають практичні аспекти реалізації будь-якого регулювання.

Узагальнивши підходи, викладені у роботах [17; 34; 61; 102; 137; 148], під управлінням інвестиційною діяльністю підприємства ми пропонуємо розуміти систему принципів, прийомів, методів та управлінських функцій, на основі яких визначаються організаційні форми та механізми управлінського впливу на процеси інвестування з метою забезпечення зростання вартості (цінності), підприємства та його стратегічного розвитку.

Функції управління інвестиційною діяльністю визначаються загальною метою. Перелік та послідовність таких функцій наведено на рис. 1.1.

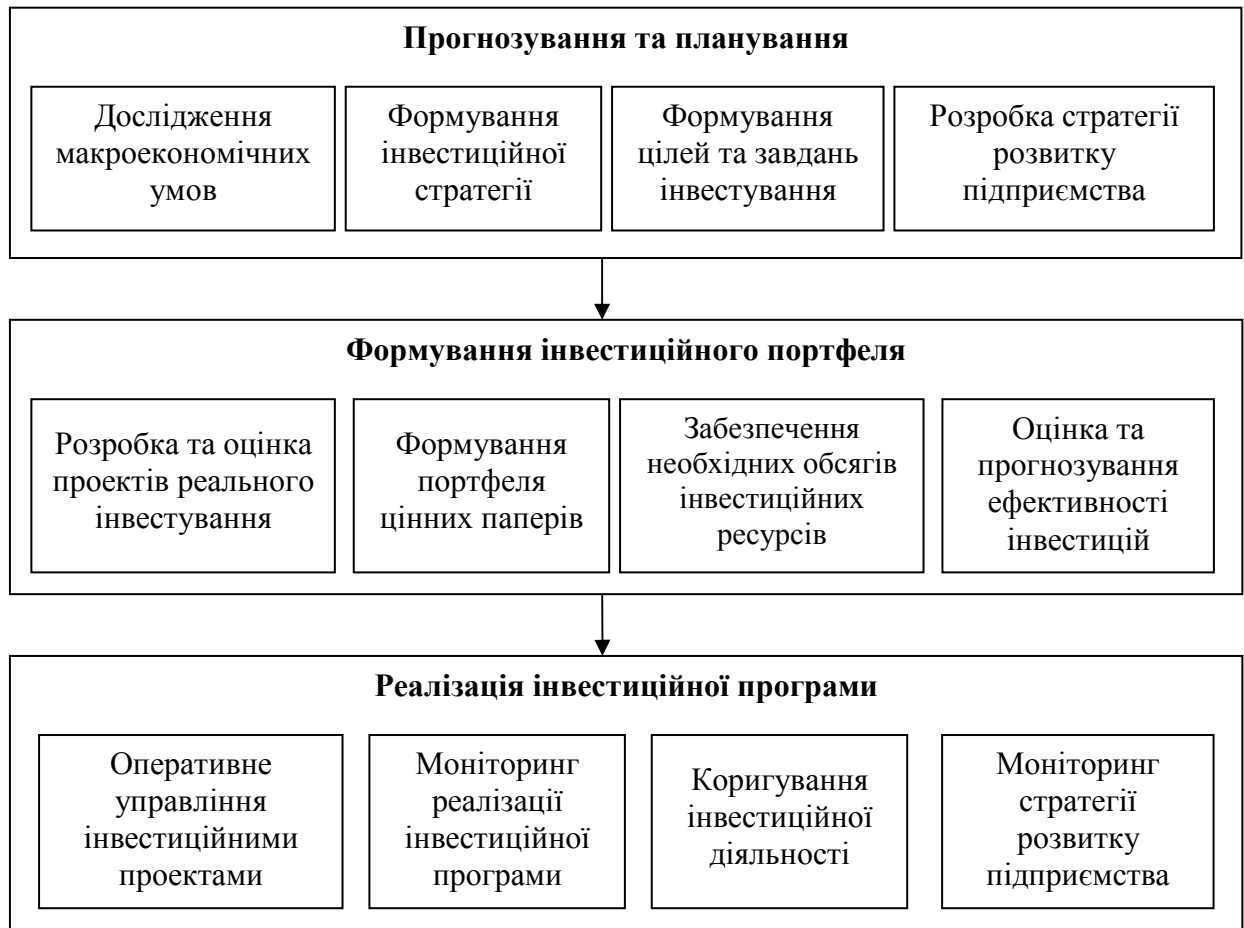


Рис. 1.1 Функції управління інвестиційною діяльністю [164]

Загальне призначення стратегії полягає у створенні такої взаємодії із зовнішнім середовищем, яка б враховувала перспективи зміни цього середовища протягом досить тривалого часового періоду [3].

У навчальній та науковій літературі подано досить багато різних

підходів до визначення інвестиційної стратегії підприємства, деякі з них наведено у таблиці 1.2.

Таблиця 1.2

Підходи до визначення інвестиційної стратегії підприємства

<i>Автор</i>	<i>Визначення</i>
Пересада А. А. [122], Майорова Т. В. [101]	Інвестиційна стратегія – це процес прогнозування довгострокових цілей розвитку інвестиційної діяльності та вибір найбільш ефективних шляхів їх досягнення на основі прогнозування кон'юнктури інвестиційного ринку як загалом, так і в його окремих секторах
Хрущ Н. А. [158]	Інвестиційна стратегія – це еластична, узагальнена модель перспективного розвитку суб'єкта господарювання, яка містить у собі визначені довгострокові стратегічні цілі, технології, ресурси і систему управління, що забезпечує її конкурентну дієздатність і адаптацію до реальної економічної ситуації
Худа В. В., Бондар Н.В., Терепа Л.О [31]	Інвестиційна стратегія – це система довгострокових цілей інвестиційної діяльності підприємства, обумовлена загальними задачами його розвитку й інвестиційною ідеологією, а також вибір найбільш ефективних шляхів їх досягнення
Федоренко В.Г. [154]	Інвестиційна стратегія – це система довгострокових цілей і засобів їх досягнення, що реалізуються в інвестиційній діяльності підприємства
Савчук В.П., Прилипко С.І., Велічко О.Г. [31]	Інвестиційна стратегія – це комплекс довгострокових цілей та вибір найбільш ефективних шляхів їх досягнення
Свобода Т. І. [31]	Інвестиційна стратегія – це комплекс довгострокових цілей в області капіталовкладень та вкладень у фінансові активи, розвитку виробництва, формування оптимальної структури інвестування, а також сукупність дій з їхнього досягнення. У загальному вигляді інвестиційна стратегія реалізується у розробленні плану та програми його здійснення на даному етапі розвитку підприємства

Розроблення інвестиційної стратегії, орієнтоване на довгострокові цілі, проте включає також окремі середньострокові і короткострокові складові, які зумовлюють конкретні управлінські рішення при формуванні інвестиційного портфеля і реалізації інвестиційних програм і проектів.

Одним із необхідних завдань, які потрібно виконати для досягнення ефективного управління інвестиційною діяльністю є визначення складових процесу формування та реалізації інвестиційної стратегії. Загалом цей процес є типовим, проте деякі автори виділяють окремі етапи, характерні для підприємств окремих галузей, різних за масштабами тощо. Так у роботі [31]

проведено детальний аналіз підходів різних авторів до розуміння складових процесу управління (табл. 1.3).

Таблиця 1.3

Складові процесу формування інвестиційної стратегій [31, с. 10]

	Автори							
	Бланк І. А.	Більський І.Б. Дудяк Р.П.	Пересада А.А.	Свобода Т. І.	Штанько Л.О.	Фіщенко О.М.	Удалих О.О.	Непогодіна Н.І.
Визначення періоду реалізації інвестиційної стратегії	+		+	+		+		
Дослідження факторів зовнішнього інвестиційного середовища і кон'юнктури інвестиційного ринку	+	+			+	+	+	+
Оцінка сильних і слабких сторін підприємства, що визначають особливості його інвестиційної діяльності	+	+			+	+	+	+
Визначення інвестиційної позиції організації					+			+
Визначення стратегічних цілей інвестиційної діяльності	+	+	+	+	+	+	+	+
Побудова дерева цілей					+			
Визначення інвестиційних потреб та інвестиційних можливостей підприємства		+					+	+
Аналіз стратегічних альтернатив і вибір стратегічних напрямків та форм інвестиційної діяльності	+					+		
Формування стратегічних альтернатив та вибір інвестиційної стратегії		+			+		+	+
Розробка найдоцільніших шляхів реалізації стратегічних цілей інвестиційної діяльності			+					
Визначення напрямів фінансування та джерел фінансування	+			+		+		
Підбір інвестиційних проектів з урахуванням стратегічних напрямів й добраних фінансових ресурсів та їх джерел						+		+
Формування інвестиційної політики по основних аспектах інвестиційної діяльності	+							
Розробка системи організаційно-економічних заходів щодо забезпечення реалізації інвестиційної стратегії	+							
Визначення типу і складу інвестиційного портфеля								+
Конкретизація інвестиційної стратегії за періодами її впровадження			+	+		+		
Формування інвестиційної стратегії для забезпечення збалансованого розвитку підприємства								+
Підготовка кінцевого стратегічного плану інвестиційної діяльності		+					+	
Реалізація інвестиційної стратегії		+			+		+	
Розробка стратегічного проекту					+			
Розробка плану реалізації проекту					+			
Організація стратегічного контролю процесу реалізації проекту					+			
Оцінка ефективності процесу реалізації та проведення необхідних коригувань проекту, стратегій, цілей					+			
Оцінка результативності розробленої інвестиційної стратегії	+		+	+		+		
Перегляд стратегії у залежності від зміни зовнішніх умов та становища підприємства				+				

Обов'язковою складовою формування інвестиційної стратегії підприємства є прогнозування інвестиційного клімату і кон'юнктури інвестиційного ринку як у цілому, так і в розрізі окремих його сегментів, що є досить складним процесом, вимагає періодичного коригування з урахуванням зміни зовнішніх умов і нових можливостей зростання підприємства.

Складність цього процесу полягає у необхідності пошуку і оцінки альтернативних варіантів інвестиційних рішень, що найбільшою мірою відповідають стратегічним завданням його розвитку.

На основі узагальнення підходів до деталізації процесу розробки і реалізації інвестиційної стратегії процес її розроблення можна представити як послідовність 7 етапів (рис. 1.2).



Рис. 1.2. Етапи розробки інвестиційної стратегії підприємства (розроблено на основі [11; 15, 160, 163]).

Враховуючи те, що інвестиційна стратегія підпорядкована загальній

стратегії підприємства, орієнтована на виконання цілей і завдань останньої, вона має бути узгоджена з іншими функціональними стратегіями (маркетинговою, фінансовою, ресурсною тощо). Проте, якщо підприємство зорієнтоване на закріплення або створення конкурентних переваг, що особливо важливо у сучасному динамічному ринковому середовищі, інвестиційна стратегія має стати базовою – вихідною умовою для інших функціональних стратегій.

Особливо це питання актуальне для підприємств машинобудування, адже воно, з одного боку, повинно бути орієнтовано на продукцію, що відповідає останнім технічним та технологічним розробкам, а з іншого – для деяких підгалузей машинобудування характерним є тривалий операційний цикл, а отже, переорієнтація на нову продукцію вимагає значних витрат часу та ресурсів. Тому обґрунтування періоду реалізації стратегії є першим і визначальним етапом у процесі її розробки.

У роботі [155] пропонується при розробленні інвестиційної стратегії виділити як необхідні, так і можливі напрями інвестицій, а саме:

- об'єктивно необхідні, такі, що мають виняткове значення для виживання підприємства і забезпечення його нормального функціонування;
- спрямовані на зміцнення конкурентних позицій на ринку, зокрема, на зниження витрат, оновлення номенклатури;
- спрямовані на оновлення виробничого апарату;
- інвестиції в активи інших підприємств з метою вертикальної або горизонтальної інтеграції, забезпечення матеріальними ресурсами.

Ефективність інвестиційної стратегії також повинна оцінюватися виходячи зі ступеня її відповідності тим цілям і завданням, які визначені стратегією розвитку підприємства. У науковій літературі запропоновано ряд критеріїв, яким повинна відповідати ефективна стратегія. Найбільш загальні визначено у такий спосіб:

1. Послідовність. Стратегія не повинна містити взаємовиключних цілей і виконувати ключову функцію – підтримка узгодженості в організаційних діях.

2. Гармонійність. Стратегія має бути зорієнтована на адаптованість на зовнішнє середовище і зміни, що ньому відбуваються, причому підприємство повинно функціонуючи у зовнішньому середовищі одночасно і пристосовуватися до нього, конкурують з іншими компаніями, які також намагаються адаптуватися до умов цього середовища.

3. Конкурентність. Стратегія повиння забезпечувати отримання чи підтримання конкурентних переваг у обраній сфері діяльності. Усі конкурентні переваги зводяться до однієї з трьох базових переваг: в навичках, умінні і досвіді; перевага в ресурсах; позиційна перевага.

4. Реалістичність. У стратегії не повинні формулюватися занадто жорсткі вимоги до ресурсів. Як правило аналіз розпочинають з фінансових ресурсів, які переважно виступають чинником, що лімітує діяльність у тому чи іншому напрямі [14].

Варто відзначити, що вітчизняні підприємства машинобудування сьогодні мають ряд проблем, які ускладнюють процеси стратегічного розвитку. Традиційна для західної практики оцінка привабливості інвестиційної пропозиції, що зводиться до аналізу двох факторів – доходності та ризику, в умовах української економіки потребує розширення. Процеси реструктуризації, характерні для сучасного етапу розвитку вітчизняної промисловості, вимагають пошуку ефективних ринкових інструментів забезпечення конкурентоспроможності, у переліку яких стратегія управління інвестиційною діяльністю є ключовою. Вихід на зовнішні ринки розширює перелік факторів взаємодії із зовнішнім середовищем, що треба враховувати. Необхідно проводити аналіз реальних умов, у яких функціонує підприємство, які досить часто зумовлюють орієнтацію на збереження підприємства як економічної одиниці.

1.2 Концептуальні підходи до управління підприємством: порівняльний аналіз

Досягнення високих показників ефективності діяльності підприємства можливе лише за умови реалізації інвестиційної діяльності, спрямованої на інноваційне відтворення. У сучасній ринковій економіці інвестиційна діяльність є базовою передумовою підтримання високого рівня конкурентоспроможності підприємства, умовою його успішного стратегічного розвитку. Тому дедалі більше зростає потреба у гнучкій системі управління, зорієнтованій на стратегічну перспективу. Ця система має будуватися на науково обґрунтованих підходах, які у сучасних умовах поглиблюються відповідно до розвитку та ускладнення економічних відносин. У роботі [148, с. 52-53] автори зазначають, що «с усложнением социально-экономических систем становится очевидным, что сложившиеся традиционно формы и методы управления ими не справляются со стремительно нарастающей нагрузкой и воздействием кризисных событий и что они требуют существенной корректировки».

Характерною ознакою розвитку управлінської науки сьогодні є міждисциплінарна інтеграція. Інтенсивний розвиток різних наук (точних, суспільних, гуманітарних) наприкінці ХХ ст., поява нових інститутів, переосмислення їх ролі у соціально-економічному розвитку зумовила появу нових принципів та методів управління. Тому формування ефективної системи управління інвестиційною діяльністю сучасного підприємства має ґрунтуватися на глибокому аналізі теоретичних та методологічних підходів до управління.

Трансформація підходів до розуміння сутності управління, його завдань та методів обумовлена динамічним (процесним) баченням економічної діяльності, яке зорієнтоване на дослідження не окремих явищ чи їх станів, а на їх розвиток, взаємодію. Економічне середовище розуміється як

обумовлені потоки подій різної інтенсивності, для яких характерна більша невизначеність. Тому моделі динамічних процесів – це переважно моделі нелінійних систем.

Особливо актуальним, на нашу думку, такий підхід є для аналізу і управління інвестиційною діяльністю. Адже динаміка інвестиційних процесів не має чітко визначеного кінцевого стану. У роботі [148], зокрема зазначається, що складні інвестиційні системи мають більшу невизначеність поведінки, їх розвиток зорієнтований на майбутні можливості удосконалення. Тобто потенціал розвитку закладається не стільки минулими чи початковими умовами здійснення інвестиційної діяльності, скільки майбутнім станом системи – сукупністю процесів, що визначаються факторами впливу як внутрішнього, так і зовнішнього середовища. Адже підприємство, що здійснює інвестиційну діяльність, як і будь-яка інша структура, має власні вартісно-часові характеристики його життєвого циклу, що у певні моменти не відповідають умовам зовнішнього середовища.

Отже, можна стверджувати, що чим більш нестабільним є економічне середовище, у якому функціонує підприємство, чим частіше змінюються вимоги, умови, ступінь і характер впливу держави на інвестиційні процеси в економіці, тим актуальнішим є формування гнучких систем управління інвестиційною діяльністю на макrorівні, удосконалення їх методичного, організаційного, економічного забезпечення.

Система управління інвестиційною діяльністю підприємства повинна забезпечувати реалізацію потенціалу підприємства, розв'язання проблем і протиріч, які об'єктивно виникають у процесі створення такої системи і у процесі реалізації інвестиційної діяльності. Результати теоретичного аналізу цих протиріч наведено у таблиці 1.4.

Базовою в оцінці часових параметрів розвитку підприємства є концепція життєвого циклу. Традиційно під життєвим циклом розуміють прогнозовану послідовну зміну станів системи (підприємства) протягом певного проміжку часу.

Таблиця 1.4

Типові протиріччя, що вирішуються в процесі створення нових систем управління інвестиційним процесами [148]

№ з/п	Тип протиріччя	Зміст протиріччя
1	Необхідність – можливість	Проблеми, які виникають у процесі створення системи управління (відсутність фінансових ресурсів, неповнота інформації тощо) обмежують можливості створення цієї системи
2	Прогнозування – невизначеність	Природна обмеженість можливостей передбачення усіх можливих наслідків прийнятих рішень та створюваних технологій управління (рішення щодо структури управління, функціонального наповнення, ефективності діяльності тощо).
3	Термін створення – темпи морального старіння	Створення нової, більш складної системи управління вимагає значних витрат часу, проте значні темпи зміни зовнішнього середовища та самої системи обумовлюють її моральне старіння.
4	Темпи саморозвитку та самоускладнення – темпи розвитку методів їх аналізу	Динаміка змін якісних і кількісних параметрів системи управління випереджає розвиток методів їх аналізу. Ускладнення системи обумовлює збільшення інформаційних потоків, кількість зв'язків, які не завжди можна адекватно оцінити та синхронізувати, а, отже, надійність функціонування системи знижується.
5	Унікальність системи управління – необхідність синергетичного підходу	Унікальність систем управління ускладнює процес підтримання їх надійності, що обумовлює необхідність застосування синергетичного підходу до їх створення, який передбачає методів нелінійної динаміки (ймовірнісного підходу), які підвищують ступінь їх надійності.

Проте деякі автори вважають за доцільне при аналізі життєвого циклу підприємства орієнтуватися також на логістичну закономірність, якій підпорядкований інвестиційний процес [148]. Саме такий підхід, на їх думку, дозволить визначити не лише напрям та характер інвестицій на певному відрізку життєвого циклу, а й сформувати оптимальну структуру інвестицій.

Оскільки управління інвестиційною діяльністю підприємства вбудоване у загальну систему управління, необхідно враховувати специфіку

останньої при формування конкретних механізмів управління. Зупинимося на аналізі відповідних підходів.

У сучасній теорії управління підприємством (організацією) виділяють функціональний, процесний, вартісний, структурний, проектний та інші підходи до управління. Ці підходи є основними, проте дедалі частіше розвитку набувають їх комбінації – процесно-вартісний, вартісно-функціональний тощо.

На вітчизняних підприємствах домінуючим є функціональний підхід, теоретичні засади якого були закладені представниками класичної теорії управління – Вебером М., Тейлором Ф., Файолем А. та іншими. Згідно з цією теорією, організація (підприємство) розглядається як механізм, що виконує певний перелік функцій, які розподілено серед окремих підрозділів та співробітників. Структурні підрозділи ієрархічно пов'язані між собою, і формують функціональні напрями, кількість яких залежить від кількості та складності завдань організації.

Формування структури підприємства (організації) за функціональними ознаками зорієнтоване на вертикальну, пірамідальну систему, яка функціонує як єдине ціле. У роботі [138] описана скалярна модель такої організації, що передбачає:

- виконання окремих завдань автономними функціональними підрозділами організації;
- виділення функціональних підрозділів за принципом однорідності функцій, які ними виконуються;
- закріплення цілей підприємства в цілому та окремих підрозділів шляхом покладання обов'язків на конкретну посадову особу (як правило, на керівника);
- повноваження посадових осіб визначаються їхнім положенням в ієрархії установи;
- розмежування прийняття рішень здійснюється за рівнями управління: найбільш відповідальні – приймаються на верхніх

рівнях ієрархії, менш значущі й рутинні – делегуються на нижні рівні;

- зворотний рух повноважень на виконання рішень та відповідальності – перші передаються згори до низу, а відповідальність разом з інформацією про виконання – знизу нагору;
- обмеженість особистих повноважень конкретного співробітника повноваженнями підрозділу та документальним оформленням передачі повноважень;
- обсяг повноважень та відповідальності посадових осіб зменшується залежно від віддаленості посадової особи від керівника організації;
- підлеглі можуть отримувати розпорядження лише від свого начальника (в класичній скалярній моделі існують тільки вертикальні зв'язки, а горизонтальні зв'язки взагалі не передбачені).

Перевагами функціонального підходу традиційно вважають простоту організаційної структури, можливість економії на накладних витратах внаслідок централізації функцій, спеціалізацію посадових осіб за певним напрямом, в результаті чого удосконалюються професійні навички, виключення дублювання управлінських функцій, висока компетентність фахівців, які відповідають за здійснення конкретних функцій, зменшення потреби в спеціалістах широкого профілю тощо [45; 138].

Проте не зважаючи на очевидні переваги, функціональний підхід має ряд недоліків, які зумовлені не стільки обмеженістю і якістю методології цього підходу, скільки динамізмом середовища, у якому функціонує підприємство.

Узагальнивши підходи різних авторів [42; 45; 80; 138], виділимо недоліки функціонального підходу, які обмежують його застосування в управлінні інвестиційною діяльністю.

1. Ускладнюється (або, навіть, унеможлиблюється) вирішення складних комплексних завдань, які характерні для сучасної інвестиційної діяльності,

особливо для машинобудівних підприємств, зорієнтованих на стратегічний розвиток. Це пов'язано зі складністю формування горизонтальних та діагональних зв'язків між окремими підрозділами організації. Як відомо, в ієрархічній структурі лише 20% часу витрачається безпосередньо на роботу, решта – на передачу результатів наступному виконавцю [80].

2. Функціональне управління не забезпечує зацікавленості посадових осіб в кінцевому результаті. У цьому випадку обмежується швидкість реагування системи менеджменту на появу нової інформації, втрачається зацікавленість в її акумулюванні. Відповідальні особи часто зосереджуються на виконанні закріпленої за ними функції, орієнтуючи підрозділ на оптимізацію діяльності виходячи з досягнення конкретного завдання як абсолютної мети.

Цей недолік не дозволяє реалізувати потенційну істотну перевагу менеджменту – його гнучкість, яка має бути присутня в ефективній системі управління інвестиційною діяльністю. Адже сьогодні загально визнаним підходом до оцінки ефективності інвестицій є підхід, згідно з яким стратегічні переваги підприємства формуються саме за рахунок менеджменту, його здатності адаптуватися до динамічного зовнішнього середовища, гнучкості у прийнятті рішень.

Гнучкість системи управління інвестиційною діяльністю створює резерв підвищення ефективності останньої за рахунок коригування інвестиційної стратегії, можливості впливу на негативні процеси, що виявляються у процесі її реалізації, залучення додаткової інформації, яка змінює параметри інвестиційного процесу в цілому або окремих його складових тощо.

3. Ускладнена процедура та суперечливість оцінки ефективності структури управління інвестиційною діяльністю загалом та окремих підрозділів. Цілі, а відповідно, і критерії ефективності системи в цілому можуть суперечити аналогічним параметрам підрозділів. У роботі [138] такі суперечності пропонується розв'язувати максимізуючи загальну

ефективність установи. Проте у цьому випадку виникають інші проблеми, зокрема, обґрунтування критерію ефективності, визначення внеску кожного підрозділу у його досягнення, встановлення пропорцій розподілу ресурсів тощо.

Аналіз зазначених недоліків і способів їх усунення, проведений у роботах [80; 138], показав, що зусилля зосереджуються переважно на третьому і зводяться до розроблення чисельних методів визначення узагальнюючих параметрів, які б дозволили з одного боку визначити частку кожного підрозділу у досягненні результату, визначивши функціональну залежність між результатом і обсягом використаних ресурсів, яка у більшості випадків є нелінійною і динамічною. При цьому відзначається низька точність та значна суб'єктивність таких рішень.

Отже, обмеженість функціонального підходу для побудови системи управління інвестиційною діяльністю підприємства не може бути подолана в межах самого підходу лише шляхом обґрунтування певних залежностей та зв'язків. У деяких випадках взагалі наголошується на неможливості його застосування, зокрема для управління масштабними, складними проектами із значними бюджетами [138]. Тому розвиток інших підходів до управління є результатом діалектичного розвитку функціонального підходу, альтернативою якого дедалі частіше розглядається процесний підхід.

Сьогодні більшістю аналітиків та науковців декларується орієнтація на процесний підхід в управлінні, як більш ефективний у порівнянні з функціональним (хоча зазначається, що повна відмова від функціонального підходу є недоцільною) [36; 149; 155; 169]. На процесному підході базуються положення міжнародних стандартів управління якістю ISO серії 9000. Здебільшого процесний підхід аналізується з позицій управління операційною діяльністю підприємства. Однак, на нашу думку, його переваги можуть бути використані і при формуванні системи управління інвестиційною діяльністю як складової загальної системи управління

підприємством, адже будь-яку діяльність, яка передбачає використання ресурсів для перетворення входів на виходи, можна розглядати як процес.

У роботі [131] дається два узагальнені тлумачення процесного підходу. Перше – передбачає комплексне, системне бачення діяльності підприємства (організації) як сукупності (сітки) процесів. Друге тлумачення є вужчим, за якого процесний підхід зводиться до виділення в організації «наскрізних» процесів, їх чіткого описання з метою зміни чи реорганізації.

На нашу думку, такі тлумачення процесного підходу впливають із науково-теоретичного та практичного бачення його завдань в управлінні підприємством. Науково-теоретичне розуміння базується на виокремленні бізнес-процесів (процесів), які розглядаються як стійка, цілеспрямована сукупність пов'язаних видів діяльності, що за певною технологією перетворює входи у виходи [178], які мають цінність для споживача. При цьому загальнотеоретичною передумовою використання цього підходу є системне представлення діяльності підприємства. Методологія системного підходу дозволяє виявити взаємозв'язки між процесами, визначити закономірності їх протікання, комплексно охарактеризувати діяльність підприємства.

Аналіз процесного підходу, проведений вітчизняними і зарубіжними вченими [36; 134; 149; 169; 173], свідчить про значний потенціал його використання, що забезпечує зростання конкурентоспроможності підприємства.

Як зазначалося вище, в основу процесного підходу до управління покладено принципи побудови систем менеджменту якості, передбачені стандартами MS ISO серії 9000 версії 2000 р. Передумовою його впровадження є припущення, що ефективність діяльності підвищиться, якщо цією діяльністю і ресурсами управляти як процесами, точніше організованою їх сукупністю.

Процесний підхід передбачає формування горизонтальної організаційної структури відповідно до набору процесів, які характерні саме для цього підприємства.

За такої передумови вся система управління інвестиційною діяльністю підприємства повинна відповідати методології процесного підходу, включаючи процеси планування і прогнозування, оцінки ефективності, формування організаційних структур управління тощо. Однак сьогодні вітчизняні підприємства мають певні проблеми із його впровадженням. Деякі автори зокрема зазначають, що для систем менеджменту вітчизняних підприємств характерна відсутність комплексності, низька ефективність та слабка структурованість [173].

Російські вчені виокремлюють дві групи проблем, що ускладнюють використання процесного підходу: проблеми теоретико-методичного та практичного характеру [36]. Проблеми першої групи обумовлені відсутністю єдиної понятійної бази, недостатністю методичного забезпечення технології процесного управління, відсутністю внутрішніх стандартів, за якими описуються бізнес-процеси, інструментарію управління якістю тощо.

Практичні проблеми обумовлені невідповідністю умов, які створюються на підприємствах вимогам процесного підходу – нечіткість розмежування відповідальності, нерозуміння і небажання працівників змінювати традиційні технології управління, некоректність поставлення цілей тощо.

На основі порівняльного аналізу процесного і функціонального підходів, проведеного Рубцовим С., робиться висновок, що ці підходи не є абсолютно взаємовиключними: процесна структура організації базується на функціональному розподілі завдань між виробництвом та управлінням. А розподіл зон відповідальності є передумовою реінжинірингу [134].

Однак усунення наведених вище суперечностей і недоліків функціонального підходу стосовно формування системи управління інвестиційною діяльністю підприємства вимагає дослідження вартісного

підходу як специфічної методології менеджменту, зокрема фінансового, сучасна практика якого у зарубіжних компаній підтверджує, що максимізація цінності (вартості) фірми продовжує розглядатися як одна з основних цілей її діяльності.

Зазначимо, що саме обґрунтування основної цілі (чи декількох) функціонування підприємства є базовим стратегічним завданням, оскільки саме воно визначає і структуру управління.

Сьогодні доведено, що чим більше цілей одночасно ставить компанія, тим складнішим є процес їх досягнення [128], оскільки важко забезпечити погодженість між ними, сформувані оптимальні механізми розподілу ресурсів, узгодити та забезпечити ефективність окремих підрозділів. Особливо складною, на нашу думку, є в цьому випадку реалізація ефективного управління інвестиційною діяльністю. Оскільки, по-перше, довгостроковий характер інвестування не завжди передбачає можливість одночасної реалізації декількох напрямів, по-друге, стратегічні інвестиції вимагають значного обсягу коштів, а тому кількість цілей напряму залежить від фінансових можливостей компанії.

Вартісний підхід до управління підприємством (управління вартістю компанії – Value Based Management) впливає із концепції максимізації вартості для його власників, викладеної у 80-х роках ХХ ст. у працях А. Раппапорта. Суть концепції полягає у тому, що менеджери підприємства повинні спрямувати управлінський вплив на збільшення вартості для інвесторів, оскільки останні завжди мають можливість вкладати свої кошти у більш прибуткові активи. Враховуючи те, що на практиці інтереси інвесторів і управлінців компанії досить часто не співпадають, ця концепція спрямована на узгодження інтересів цих груп агентів.

Розвиток поглядів на вартісний підхід до управління привів до зростання наукового інтересу до створення вартості (цінності) підприємства як результату управління. Актуальними є дослідження факторів створення вартості, ролі менеджменту у її створенні, динаміки вартості фірми,

закономірності цього процесу. Проте виникають і дискусії з приводу суперечливого характеру цілі максимізації вартості фірми (зростання добробуту (багатства) акціонерів). Деякі дослідники вважають, що така вузька орієнтація цілеспрямування діяльності підприємства у сучасних умовах є недоцільною, адже є потреба урахування суспільних інтересів. У зв'язку з чим все більшого поширення набувають моделі соціально відповідального бізнесу, соціально відповідального інвестування тощо [34; 60; 129].

Моделі корпоративного управління у європейських компаніях орієнтовані на більш широке визначення кола зацікавлених сторін (стейкхолдерів). Так у роботі [73] розглядається стейкхолдерський підхід до управління, орієнтованого на збільшення вартості, який на відміну від традиційного передбачає виявлення та оцінювання факторів зростання вартості не лише для фінансових, а й для не фінансових стейкхолдерів. Все частіше розглядаються можливості урахування суспільних інтересів у діяльності комерційних фірм.

Проте дослідження, проведені у США, свідчать що орієнтація компаній на збільшення цінності для акціонерів не призводить до збитків для інших зацікавлених груп [128]. Більше того, така цільова орієнтація підвищує ефективність використання ресурсів не лише для підприємства, а й для економіки в цілому. Для компаній, що будують діяльність виходячи зі стратегічної мети зростання цінності (добробуту акціонерів), характерний вищий рівень продуктивності праці, створюючи більшу вартість вони створюють більшу кількість робочих місць [128].

Концепція управління вартістю (цінністю) забезпечує досить широкі можливості для реалізації відповідних функцій менеджменту, адже широкий перелік показників вартості (чистий залишковий прибуток – RE, економічний прибуток – EP, додана економічна вартість – EVA, додана грошова вартість – CVA, додана акціонерна вартість – SVA, ринкова вартість – MV, стратегічна вартість – SV, загальна віддача акціонерам – TSR, та інші) [34; 60; 76; 130;

132; 135] дозволяє диференційовано підходити до вибору цільових критеріїв та обирати методи управління, що найбільшою мірою відповідають умовам, у яких функціонує підприємство, враховувати його масштаби та специфіку діяльності (виробнича, торгівельна, фінансова, інвестиційна, інноваційна тощо). Саме ці переваги обумовлюють те, що управління вартістю (VBM) як концепція менеджменту набуває все більшого визнання та використання не лише у розвинених країнах, але й у країнах із недостатньо розвиненими фінансовими ринками. Так, у роботі [166] стосовно російського ринку зазначається, що в умовах його низької інформаційної ефективності ринкові індикатори, які б відображали зусилля компанії щодо реалізації стратегічних рішень, фактично відсутні. І для українських підприємств крім традиційних переваг вартісного підходу можна назвати те, що в умовах слабо розвинутого ринку капіталу (що дуже часто є суттєвим обмежуючим чинником використання моделей та технологій управління) його застосування дає можливість ефективного управління підприємством, у тому числі й у сфері інвестування, за умови вибору у якості цільового критерію найбільш адекватного вітчизняним економічним реаліям показника вартості.

Перевагами застосування вартісного підходу в управлінні є, по-перше, відповідність інтересам власників, по-друге, максимізація вартості компанії може слугувати критерієм оцінки ефективності її менеджменту. Крім того, в основі чинної парадигми управління інвестиційною діяльністю лежать фундаментальні концепції фінансового менеджменту: концепції грошових потоків, часової вартості грошей, ефективності ринку капіталів, взаємозв'язку ризику і доходності, асиметричності інформації, ефективності ринку.

Як зазначалося вище, управління інвестиційною діяльністю передбачає тісний взаємозв'язок із загальною системою управління на підприємстві. У роботі [155, с. 61] наголошується: «Если базовой стратегией функционирования предприятия является стратегия стабилизации или выживания, то инвестиции рассматриваются в качестве важного фактора ее успешной реализации. Если базовой является стратегия развития, то без

інвестицій она вообщє неосуществима».

Тому управління інвестиційною діяльністю повинно за своєю суттю відповідати принципам стратегічного управління підприємством, основне завдання якого полягає у підтриманні потенціалу підприємства на рівні, що забезпечить досягнення поставлених цілей.

Застосування стратегічного підходу є, на нашу думку, цілком обґрунтованим. Інвестиційна діяльність за своєю суттю має стратегічний характер, тому багато науковців, як вітчизняних, так і зарубіжних, наголошують на необхідності дослідження інвестиційної діяльності зокрема у сфері реального інвестування з позицій стратегічного управління [19; 58; 161].

Деякі вчені взагалі формулюють завдання удосконалення сучасних систем управління підприємством в умовах економіки, яка знаходиться на етапі переходу від адміністративно-командних до ринкових моделей управління, як формування стратегічного мислення. Зокрема еволюція підходів до управління російським бізнесом у роботі [19] визначається як поступовий перехід до якісного нового типу мислення, що відбувається у три етапи: перший – перехід від облікового до управлінського мислення, другий – від оперативного до стратегічного, третій – від стратегічного до вартісного. Такий підхід засвідчує розуміння стратегічного мислення як необхідної передумови формування вартісного.

Побудова системи управління інвестиційною діяльністю на принципах стратегічного управління обумовлена також тим, що управління вартістю та стратегічне управління як наукові напрями менеджменту тісно пов'язані між собою. Останнє розглядає створення вартості як результат процесу інвестування у ті сфери і напрями, у яких підприємство має ринкові конкурентні переваги. Тому оцінювання вартості базується на визначенні стратегічних перспектив, оцінених на основі грошових потоків, які дозволять генерувати існуючі та створювані активи. Деякі дослідники [19; 151; 161]

наголошують, що відміну від інших показників, вартість є довгостроковим показником.

Важливо розуміти відмінність суто стратегічного управління та вартісно-орієнтованого стратегічного управління: формулювання цілей та завдань в рамках останнього орієнтоване передусім на кількісний аналіз, тоді як традиційне стратегічне управління більше зорієнтоване на їх якісне визначення. Тому дотримання вартісного підходу вимагає чіткого узгодження стратегічних цілей та заходів щодо їх досягнення з оперативними адже принциповою відмінністю стратегічного та оперативного управління також характеристика цілей і завдань.

Стратегічне управління, побудоване на вартісному підході, передбачає поєднання як чітко формалізованих аналітичних процедур, так і неформалізованих дій та заходів.

Вважається, що вартісно-орієнтована логіка управління підприємством якнайбільше відповідає ринковим умовам його функціонування.

Саме вартісно-орієнтована модель управління дозволяє гнучкість розглядати як фактор зростання вартості, тому що в її основу покладено інвестиційний (ринковий) погляд на компанію. За такого підходу поряд з інвестиційними якостями капіталу увага приділяється суттєвій невизначеності майбутніх результатів та додатковим можливостям, які постійно виникають в процесі функціонування підприємства у середовищі невизначеності, а отже, можуть забезпечувати зростання його вартості. Отже, динамічність середовища у поєднанні з ефективним менеджментом формують додаткові конкурентні переваги та розглядаються як фактор зростання вартості підприємства.

Саме з цих причин багато науковців схиляються до думки, що управління підприємствами, зорієнтоване на максимізацію його вартості, є найбільш ефективним, оскільки саме вартість відображає вплив усіх факторів, як зовнішніх, так і внутрішніх на результати діяльності підприємства. Проте, орієнтація на вартісний підхід обумовлює необхідність

розроблення науково-методичних підходів до визначення індикаторів вартості, удосконалення моделей оцінки ефективності як основи управління інвестиційною діяльністю підприємства, що буде здійснено у наступному розділі дисертаційної роботи.

1.3. Аналіз інвестиційної діяльності підприємств машинобудування в Україні

Слід зазначити, що в процесі аналізу потрібно, передусім, враховувати наступні особливості інвестиційної діяльності підприємств машинобудування в Україні: 1) обмеженість власних фінансових ресурсів; 2) необхідність обґрунтування ефективності інвестицій для залучення коштів вітчизняних та іноземних інвесторів; 3) висока ймовірність вибору альтернативних проектів; 4) значний вплив фактора ризику; 5) орієнтація на розширене відтворення та довгострокову перспективу; 6) стратегічне значення продукції машинобудування в експортно-імпортній діяльності країни; 7) часовий лаг між складовими життєвого циклу інвестиційних проектів та ін. Крім того, ефективність інвестицій у діяльність підприємств машинобудування є передумовою забезпечення та підвищення інвестиційної привабливості як конкретного суб'єкта господарювання, так і галузі в цілому.

Варто зазначити, що інвестиційна привабливість є інтегральною характеристикою інвестиційної діяльності, зміст та сутність якої науковці визначають по-різному. Так, Кисельова О.Є. вважає, що інвестиційна привабливість є сукупністю різноманітних об'єктивних ознак, коштів, можливостей і обмежень, що обумовлюють інтенсивність залучення інвестицій в основний капітал [84]. На думку Гомольської В.В., інвестиційна привабливість відображає рівень задоволення інтересів інвесторів, обґрунтовану імовірнісну оцінку ризику та соціальної дохідності інвестицій, що визначається оціночними показниками ефективності виробництва. При

цьому інвестиційна привабливість галузі економіки є інтегральною характеристикою з огляду на перспективність її розвитку, дохідність інвестицій і рівень інвестиційних ризиків [47]. Виходячи з вище сказаного, на нашу думку, інвестиційна привабливість машинобудівного комплексу України будується на ретроспективному аналізі ефективності вже реалізованих інвестиційних проектів у галузі й відображає економічні, соціальні, екологічні, правові, організаційні та інші інтереси інвесторів щодо розміщення інвестицій у діяльність конкретного підприємства.

Перш ніж перейти до безпосереднього аналізу інвестиційної діяльності підприємств машинобудування доцільно визначити місце даної галузі в народному господарстві України (рис. 1.4) [143, с.106].

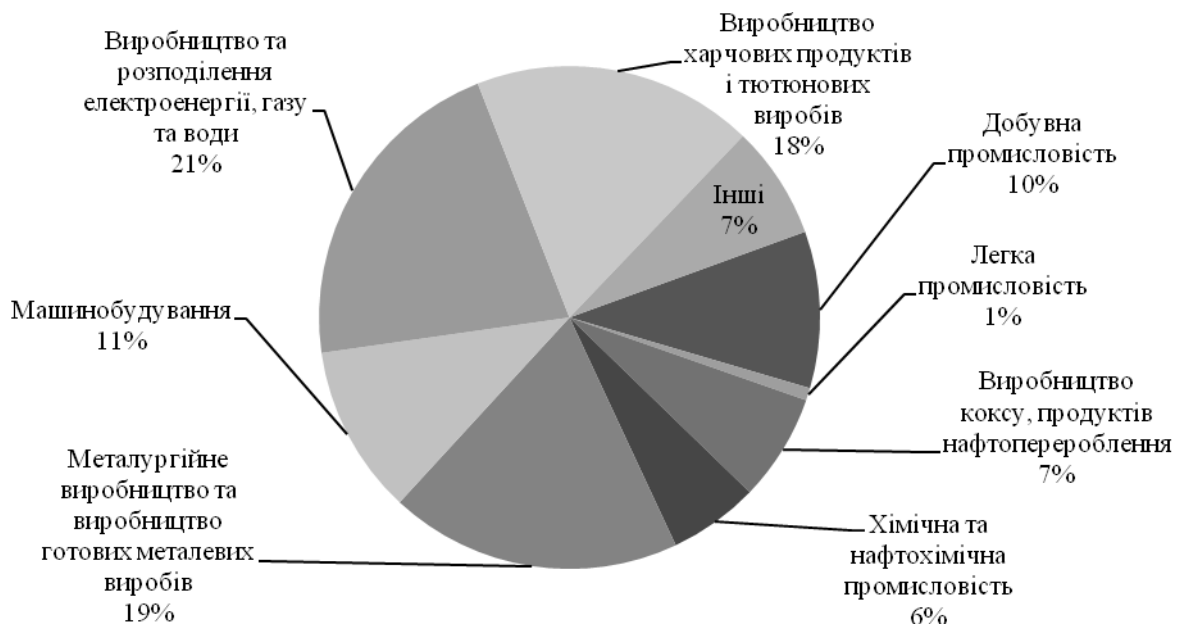


Рис. 1.4. Розподіл обсягу реалізованої промислової продукції за видами діяльності в 2010 р.

Як бачимо з рис. 1, у 2010 р. машинобудування займає четверте місце серед галузей економіки за розміром реалізованої промислової продукції у її загальному обсязі, незважаючи на те, що очевидним є значний технологічний розрив між діяльністю промислових підприємств України та розвинених країн світу, однією з причин якого є той факт, що переважна більшість із них

працює на застарілому обладнанні (рівень зношення основних виробничих фондів у промисловості становить близько 54%, зокрема, в машинобудуванні – 57% (при зношенні машин й устаткування на рівні 71,4%)) [156, с. 31]. При цьому слід відмітити, що обсяг інвестицій в основний капітал промислових підприємств України у I півріччі 2011 року склав 38,9% від загального обсягу інвестицій в основний капітал, при чому у машинобудування – лише 2,7% [142, с.18,23-24].

У даному контексті доцільно розглянути динаміку індексів продукції машинобудування у цілому по галузі та за окремими видами діяльності за період з 2001 р. по 2010 р. (рис. 1.5, 1.6) [143, с. 112].

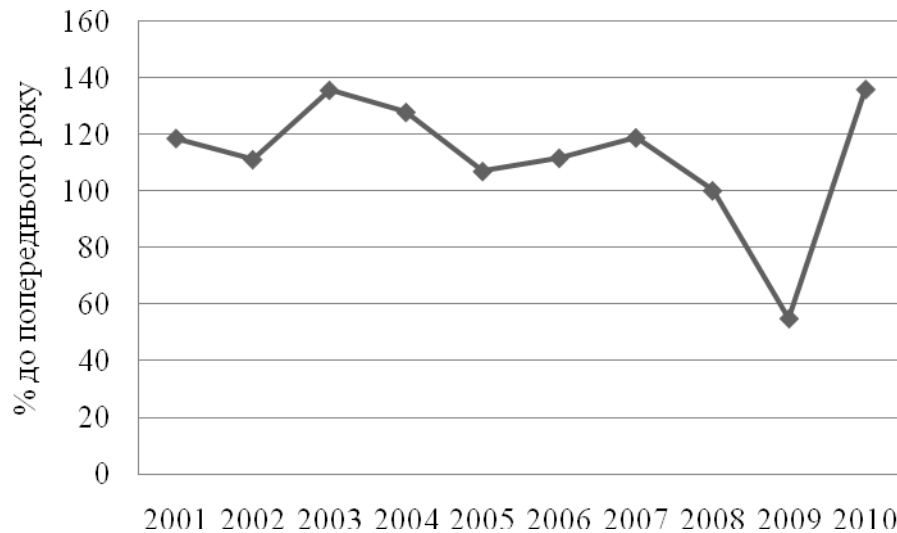


Рис. 1.5. Індекси продукції машинобудування (2001-2010 рр.)

Результати аналізу рис. 1.5 свідчать про нерівномірний тренд виробництва та реалізації продукції машинобудування за досліджуваний часовий період. Причинами спадів у 2007-2009 рр. можна назвати світову фінансову кризу та зміни в політичній та економічній ситуації України, проте в цілому різкий підйом галузі в 2010 році характеризує покращення стану, вихід із кризового стану й можливі перспективи для розвитку.

Аналогічна тенденція має місце і в розрізі машинобудування за видами діяльності (рис. 1.6), проте, слід відмітити, що виробництво транспортних

засобів та устаткування виявилось найбільш чутливим до негативного впливу наведених вище факторів.



Рис. 1.6. Індеси продукції машинобудування за видами діяльності (2001-2010 рр.)

Крім того, однією з причин зростання та зменшення обсягів виробництва й реалізації продукції машинобудування є зміни в обсягах інвестування в основний капітал (табл. 1.4) [143, с. 206].

Таблиця 1.4

Інвестиції в основний капітал підприємств машинобудування
в 2001-2010 рр. (млн. грн.)

	2001	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Машинобудування	940	1646	2268	2251	3653	5340	6189	3564	4400
Виробництво машин та устаткування	395	573	829	831	1274	1714	1786	1399	1370
Виробництво електричного, електронного та оптичного обладнання	289	509	660	696	1031	1295	1924	1165	1471
Виробництво транспортних засобів та устаткування	256	564	779	724	1348	2331	2479	1000	1559

Слід відмітити, що обсяги інвестицій в основний капітал також зменшилися в 2009 році та зросли в 2010 році, при чому більш суттєво по виробництву транспортних засобів та устаткування, що свідчить про прямий зв'язок між динамікою промислових індексів машинобудування та

інвестиційної діяльності. Тому, аналізуючи інвестиції в основний капітал в січні-червні 2011 року, розглянемо детально інвестиційну діяльність підприємств машинобудування України за напрямками діяльності (табл. 1.5) [142, с. 23-24].

Таблиця 1.5

Інвестиції в основний капітал підприємств машинобудування України в
I півріччі 2011 року

	Код за КВЕД	Освоєно (використано) інвестицій в основний капітал		
		тис. грн.	у % до попереднього року	у % до заг. обсягу інвестицій в осн. капітал
Машинобудування		1997870	128,3	2,7
Виробництво машин та устаткування	DK	810287	156,7	1,1
Виробництво машин та устаткування	29	810287	156,7	1,1
Виробництво механічного устаткування	29.1	341528	197,7	0,5
Виробництво машин та устаткування загального призначення	29.2	106785	186,0	0,1
Виробництво машин та устаткування для сільського та лісового господарства	29.3	71268	106,8	0,1
Виробництво верстатів	29.4	21416	102,6	0,0
Виробництво інших машин та устаткування спеціального призначення	29.5	236794	150,1	0,3
Виробництво побутових приладів	29.7	18258	53,0	0,0
Виробництво електричного, електронного та оптичного устаткування	DL	460548	67,1	0,6
Виробництво офісного устаткування та електронно-обчислювальних машин	30	9658	362,2	0,0
Виробництво електричних машин та устаткування	31	345668	55,2	0,5
Виробництво апаратури для радіо, телебачення та зв'язку	32	62798	204,1	0,1
Виробництво медичної техніки, вимірювальних засобів, оптичних приладів та устаткування, годинників	33	42424	157,8	0,1
Виробництво транспортних засобів та устаткування	DM	727035	205,5	1,0
Виробництво автомобілів, причепів та напівпричепів	34	123310	196,1	0,2
Виробництво інших транспортних засобів	35	603725	207,5	0,8
Будування та ремонт суден	35.1	23712	106,2	0,0
Виробництво залізничного рухомого складу	35.2	293605	658,4	0,4
Виробництво літальних апаратів, включаючи космічні	35.3	285213	134,8	0,4
Виробництво мотоциклів та велосипедів	35.4	1195	66,5	0,0

Отже, в основний капітал підприємств машинобудування України в I півріччі 2011 року було вкладено 1 997 870 тис. грн. (у тому числі за рахунок коштів державного бюджету 350 тис. грн.), що на 28,3% більше в порівнянні

з 2010 р. Проте, якщо у цілому по галузі спостерігається позитивна тенденція до нарощування обсягів інвестицій, то по окремим напрямкам машинобудування – навпаки, зокрема, інвестиції у виробництво побутових приладів скоротилися на 47%; електричного, електронного й оптичного устаткування – на 32,9%, електричних машин та устаткування – на 44,8%, мотоциклів та велосипедів – на 33,5%. У той же час швидкими темпами зросли обсяги інвестицій у пріоритетні на сьогодні напрямки машинобудування: виробництво залізничного рухомого складу (приблизно в 6,5 разів); офісного устаткування та електронно-обчислювальних машин (приблизно в 3 рази); механічного устаткування, апаратури для радіо, телебачення та зв'язку, транспортних засобів та устаткування (приблизно в 2 рази) та ін. Тому в цілому можна стверджувати про позитивну динаміку щодо обсягів інвестицій в основний капітал підприємств машинобудування України.

На нашу думку, доцільно розглянути й структуру інвестицій в основний капітал по галузі машинобудування в розрізі окремих регіонів України та трьох основних напрямках машинобудівної діяльності: виробництво машин та устаткування; виробництво електричного, електронного та оптичного устаткування; виробництво транспортних засобів та устаткування (табл. 1.6) [142, с. 38].

На основі проведеного аналізу можна визначити регіони-лідери за питомою вагою в обсязі інвестицій в основний капітал машинобудівних підприємств України, зокрема, Запорізьку (18,09%), Донецьку (15,86%), Сумську (8,45%), Полтавську (7,41%), Харківську (7,2%) області, м. Київ (5,7%) і Закарпатську область (5,08%), при цьому питома вага інших регіонів – менше 5%. На нашу думку, дана тенденція є цілком закономірним і об'єктивним явищем, оскільки підприємства машинобудівної галузі не рівномірно розташовані по території країни, і відповідно регіони України відрізняються за виробничим потенціалом.

Слід зазначити, що визначальним фактором, який впливає на обсяг інвестицій в діяльність підприємств машинобудування, як і будь-якої іншої галузі народного господарства, є рівень і структура фінансового забезпечення.

Таблиця 1.6

Інвестиції в основний капітал машинобудування за регіонами за січень-червень 2011 року (тис. грн.)

	Машино-будування	у тому числі		
		виробництво машин та устаткування	виробництво електричного, електронного та оптичного устаткування	виробництво транспортних засобів та устаткування
Україна	1997870	810287	460548	727035
Автономна Республіка Крим	52361	41980	6090	4291
Вінницька	10639	7643	2808	188
Волинська	63808	39546	18003	6259
Дніпропетровська	74420	24951	13867	35602
Донецька	316885	149004	28405	139476
Житомирська	50100	35696	11248	*
Закарпатська	101403	5201	83372	12830
Запорізька	361331	19855	70685	270791
Івано-Франківська	12765	11164	1119	*
Київська	25603	5280	20323	-
Кіровоградська	59882	32419	27339	*
Луганська	47057	17885	5895	23277
Львівська	46303	3006	36499	6798
Миколаївська	71707	62241	8069	1397
Одеська	23499	5279	11958	6262
Полтавська	148096	37199	7238	103659
Рівненська	15383	3487	11157	*
Сумська	168765	155823	194	12748
Тернопільська	30249	3112	20132	*
Харківська	143856	94815	23125	25916
Херсонська	14271	6146	7519	606
Хмельницька	12570	3034	5509	4027
Черкаська	5795	3397	1600	798
Чернівецька	14475	13280	1195	-
Чернігівська	7332	*	925	4032
м. Київ	113836	26219	32274	55343
м. Севастополь	5479	*	4000	1229

(-) – явищ не було

(*) – інформація конфіденційна згідно із Законом України «Про державну статистику»

Очевидним є той факт, що активізацію та розвиток інвестиційного процесу в машинобудівному комплексі України стримують саме дефіцит власних фінансових ресурсів підприємств для впровадження інвестиційних проектів; зменшення бюджетного фінансування та державної підтримки (у

т.ч. пільг інвесторам та інноваторам); недостатній досвід використання та нерозвиненість альтернативних джерел фінансового забезпечення; відсутність чіткого механізму вибору ефективного портфелю джерел фінансування та побудови оптимальної структури капіталу тощо.

Аналізуючи структуру джерел фінансового забезпечення інвестиційної діяльності в Україні, слід відмітити, що в I півріччі 2011 р. капітальні інвестиції були профінансовані за рахунок:

- 1) коштів державного бюджету – 3 399 919 тис. грн. (4,2% до загального обсягу);
- 2) коштів міських бюджетів – 1 823 152 тис. грн. (2,3%);
- 3) власних коштів підприємств – 53 138 587 тис. грн. (66,1%), у т.ч. амортизаційних відрахувань – 10 196 079 тис. грн. (19,2%);
- 4) кредитів банків та інших позик – 12 252 598 тис. грн. (15,2%), у т.ч. кредитів іноземних банків – 1 073 200 тис. грн. (8,8%);
- 5) коштів іноземних інвесторів – 1 412 192 тис. грн. (1,8%);
- 6) коштів населення на будівництво власних квартир – 1 759 628 тис. грн. (2,2%);
- 7) коштів населення на індивідуальне житлове будівництво – 3 772 230 тис. грн. (4,7%);
- 8) інших джерел фінансування – 2872960 тис. грн. (3,6%) [89].

Результати дослідження структури фінансування інвестиційної діяльності підприємств машинобудування свідчать, що основним джерелом фінансового забезпечення виступають власні кошти (66,1%), які переважно витрачаються на просте відтворення основних засобів виробництва, оскільки їх обсяг недостатній для впровадження новітньої техніки та технологій, тобто розширеного відтворення. Іншим вагомим джерелом фінансування інвестицій є кредити банків (15,2%), у т.ч. іноземних, проте їх доцільність не завжди є обґрунтованою (залежно від показника фінансового левериджу), процедура отримання часто є ускладненою і тривалою. При цьому бюджетне забезпечення на рівні 6,5% (і з державного, і з місцевих бюджетів) є дуже

обмеженим у порівнянні з європейськими стандартами, а критерії щодо отримання державної допомоги під інвестиційні проекти – досить розмиті й не мають діючого нормативно-правового підґрунтя. Крім того, незначна частка коштів іноземних інвесторів (1,8%) свідчить про недостатню інвестиційну привабливість народного господарства України в цілому. Проте, для більш глибокого аналізу структури капітальних інвестицій за джерелами фінансового забезпечення, доцільно провести динамічний аналіз за 2002-2010 рр. (рис. 1.7) [143, с. 199].

З аналізу статистичних даних, приведених на рис. 1.7, можна зробити висновок, що в цілому фінансування капітальних інвестицій мало позитивну тенденцію до зростання з 2002 по 2008 рік, із якого розпочався спад як у цілому фінансового забезпечення, так і за окремими джерелами фінансування, що пов'язуємо з наслідками світової фінансової кризи, недовірою інвесторів, високими інвестиційними ризиками, проблемами в банківській сфері тощо.

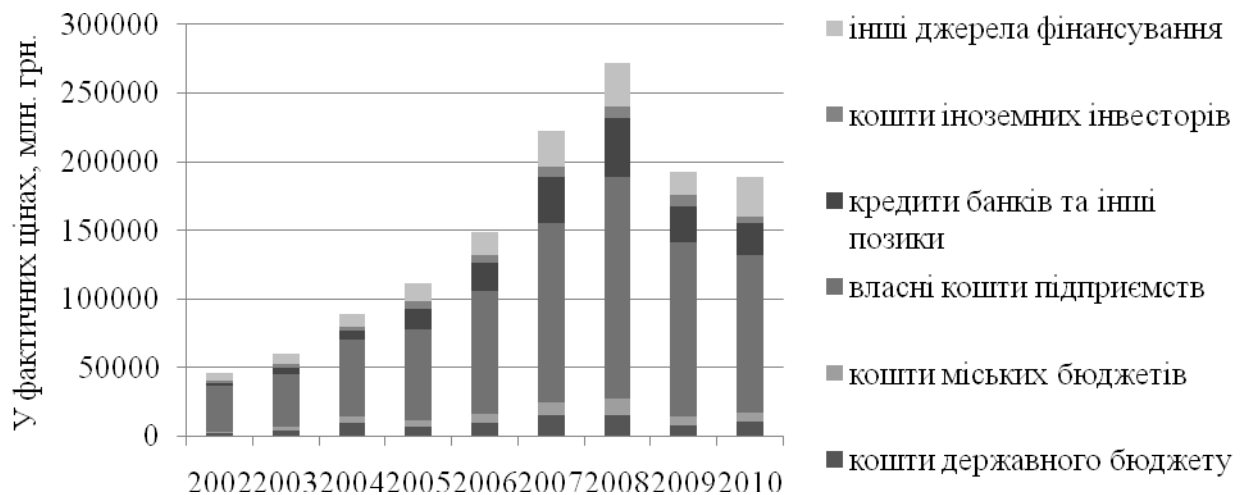


Рис. 1.7. Динаміка зміни структури джерел фінансування капітальних інвестицій за 2002-2010 рр.

При цьому дані негативні фактори по-різному позначилися на динаміці змін обсягів фінансування з досліджуваних альтернативних джерел, які

виявилися в різній мірі чутливими до подібної економіко-політичної ситуації в країні (рис. 1.8) [81].

Так, у 2009 році у фактичних цінах знизилися обсяги фінансування інвестицій за усіма джерелами, за винятком коштів іноземних інвесторів, які, у свою чергу, суттєво скоротилися в 2010 р. (приблизно на 50%) і продовжують зменшуватися й в 2011 р.

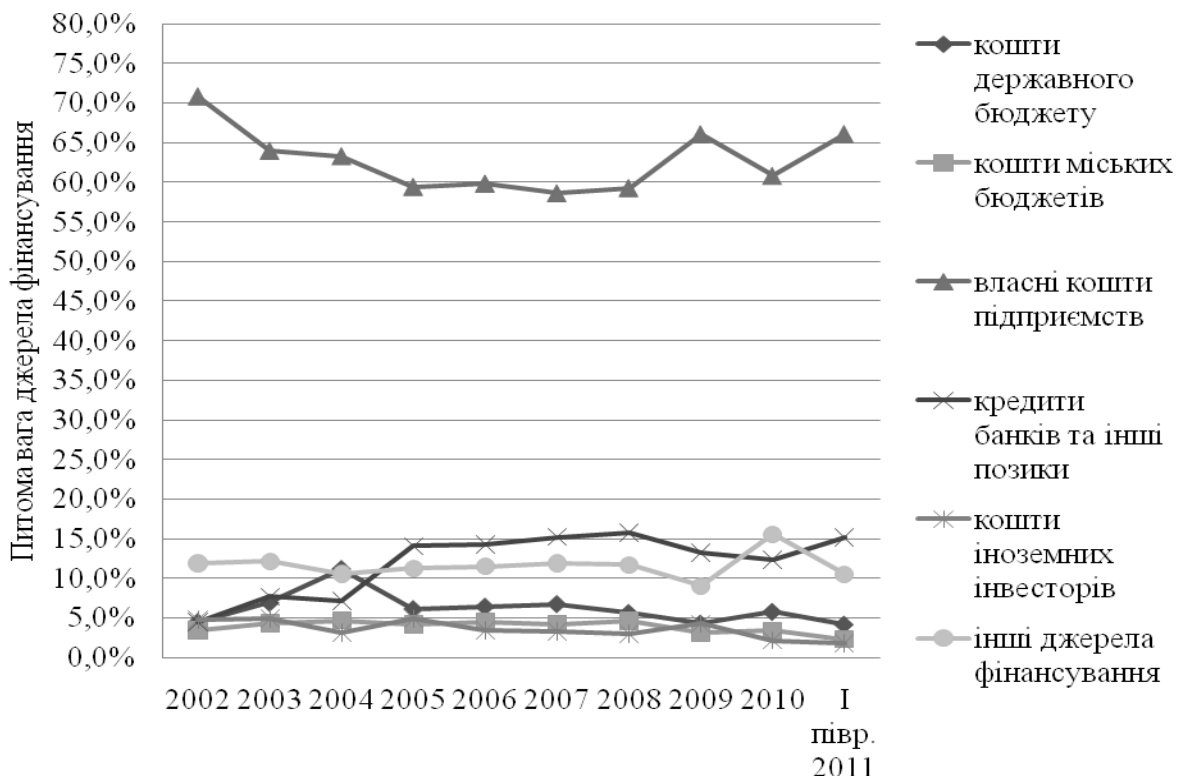


Рис. 1.8. Динаміка зміни обсягів фінансування капітальних інвестицій з альтернативних джерел

Проте за питомою вагою в структурі джерел фінансового забезпечення власні кошти підприємств зросли в 2009 р. (66,1%), після чого зменшилися в 2010 р. (60,8%), а в I півріччі 2011 р. (66,1%) досягли докризового рівня, що свідчить, на нашу думку, про достатню адаптованість підприємств до змінних економічних умов. Аналогічна тенденція характерна й для банківського (кредитного) фінансування, питома вага якого в I півріччі 2011 р. (15,2%) майже досягла значення 2008 р. (15,8%). При цьому зворотна

ситуація має місце у випадку бюджетного фінансування (як з державного, так і місцевих бюджетів), показники якого за 2010-2011 рр. не досягли докризового значення і зберігають спадну тенденцію.

Крім того, якщо порівнювати структуру фінансування в Україні та Російській Федерації, слід зазначити, що в Російській Федерації, наприклад, у 2009 році питома вага власних коштів підприємств у фінансуванні інвестицій в основний капітал становила 37,1% (в Україні – 66,1%), кредити банків – 10,3% (в Україні – 13,3%), бюджетні кошти – 21,8% (в Україні – 7,4%), що свідчить про сприятливу державну інвестиційну політику, розвинені форми державної підтримки та бюджетного фінансування, ширші можливості для підприємств залучити інвестиції з альтернативних джерел та ін. [133, с. 673].

У контексті аналізу інвестиційної діяльності підприємств машинобудування України доцільно звернути увагу й на обсяги зовнішніх інвестицій у дану галузь. За даними Держкомстату України у 2010 р. прямі іноземні інвестиції в машинобудування (виробництво машин та устаткування; електричного, електронного та оптичного устаткування; транспортних засобів та устаткування) склали 1171,4 млн. дол. США, що становить лише 2,6% від загального обсягу іноземних інвестицій в Україну. При цьому цікавим є той факт, що українськими інвесторами в машинобудування інших країн було вкладено 21,8 млн. дол. США, що свідчить про низьку інвестиційну привабливість машинобудування України не тільки для іноземних, але й вітчизняних інвесторів [143, с. 268, 272]. Крім того, наприклад, у Російській Федерації у 2009 році іноземні інвестиції у виробництво машин та устаткування склали 1209 млн. дол. США (1,5% у загальному обсязі іноземних інвестицій), виробництво електричного, електронного та оптичного устаткування – 976 млн. дол. США (1,2%) і у виробництво транспортних засобів і устаткування – 2634 млн. дол. США (3,2%) [133, с. 691]. Отже, у цілому по машинобудуванню ще в 2009 році Росія залучила 4819 млн. дол. США (приблизно в 4 рази більше, ніж Україна) або 5,9% від загального обсягу іноземних інвестицій при позитивній

тенденції до нарощування обсягів зовнішніх інвестицій, яка спостерігається останнім часом.

Отримані результати зумовлюють необхідність реформування державної політики у сфері інвестиційної діяльності, у тому числі й підприємств машинобудування, оскільки продукція останніх є стратегічною в контексті експортно-імпортних операцій України. Так, у 2010 р. у товарній структурі зовнішньої торгівлі України експорт механічного обладнання, машин та механізмів, електрообладнання та їх частин, пристроїв для записування або відтворення зображення й звуку склав 5670,7 млн. дол. США або 11% у загальному обсязі експорту, а експорт транспортних засобів та шляхового обладнання – 3250,9 млн. дол. США (6,3%) [143, с. 258]. Проте, слід зауважити, що обсяг імпорту в 2010 р. за цими ж групами товарів машинобудівної галузі склав відповідно 8174,4 млн. дол. США (13,5%) і 3664,5 млн. дол. США (6,0%), що свідчить про нагальні проблеми в машинобудівному комплексі України: попит на продукцію з боку іноземних держав є, але обсяг імпорту перевищує обсяг експорту, оскільки вітчизняний ринок не витримує конкуренції іноземних товаровиробників машинобудівної продукції, яка є дешевшою та якіснішою завдяки широкому впровадженню інноваційних технологій і застосуванню інноваційної техніки, на що в українських машинобудівних підприємств не вистачає ані власних, ані залучених фінансових ресурсів. Отже, актуальними є питання підвищення інвестиційної привабливості галузі та збільшення залучених обсягів внутрішніх та зовнішніх інвестицій.

Цікавими з наукової точки зору є результати дослідження Російського комітету статистики за матеріалами вибірових обстежень інвестиційної активності підприємств щодо розподілу останніх в залежності від оцінки цілей інвестування в основний капітал (табл. 1.7) і факторів, які обмежують інвестиційну діяльність (табл. 1.8) [133, с. 688].

Аналізуючи дані наведеної вище таблиці, можна з впевненістю сказати, що аналогічні цілі переслідують і українські підприємства, вкладаючи власні

кошти чи залучаючи ззовні інвестиційні ресурси. Слід відмітити, що все-ж-таки інвестиційна діяльність більшості підприємств пов'язана з простим відтворенням зношеної техніки (60-70% досліджуваних підприємств) та автоматизацією виробничого процесу (45-50%), проте інноваційна спрямованість інвестиційної діяльності підприємств характерна лише для близько 30% із них.

Таблиця 1.7

Розподіл підприємств за оцінкою цілей інвестування в основний капітал

Цілі інвестування	у % до загальної кількості підприємств				
	2005	2006	2007	2008	2009
Збільшення виробничих потужностей при незмінній номенклатурі продукції	28	31	27	29	29
Збільшення виробничих потужностей з розширеною номенклатурою продукції	38	36	39	39	27
Автоматизація і механізація виробничого процесу	51	51	53	51	45
Впровадження нових виробничих технологій	46	47	44	42	33
Зниження собівартості продукції	49	46	48	46	39
Економія енергоресурсів	49	44	48	43	35
Заміна зношеної техніки та устаткування	73	72	73	70	64
Створення нових робочих місць	25	21	21	22	16
Охорона навколишнього середовища	50	50	49	46	36

Таблиця 1.8

Розподіл підприємств за оцінкою факторів, які обмежують інвестиційну діяльність

Обмежуючий фактор	у % до загальної кількості підприємств				
	2005	2006	2007	2008	2009
Недостатній попит на продукцію	21	17	11	18	29
Дефіцит власних фінансових ресурсів	65	63	59	63	66
Високий відсоток комерційного кредиту	31	28	27	26	36
Складний механізм отримання кредитів для реалізації інвестиційних проектів	17	12	14	15	19
Інвестиційні ризики	25	28	29	27	23
Незадовільний стан технічної бази	9	8	8	7	7
Низька прибутковість інвестицій в основний капітал	14	13	12	8	10
Невизначеність економічної ситуації в країні	18	14	11	33	48
Недосконала нормативно-правова база, що регулює інвестиційні процеси	17	13	18	10	10

Досліджуючи фактори, що обмежують і стримують інвестиційну діяльність підприємств, переконуємося, що визначальним і першочерговим із них є дефіцит власних ресурсів (приблизно 60% з досліджуваних підприємств), невизначеність економічної ситуації в країні, вплив якої зріс в останні роки, високий відсоток комерційного кредиту та складність його одержання. Проте, в Україні до визначальних факторів необхідно віднести й недосконалу нормативно-правову базу, що регулює інвестиційні процеси, яка містить суперечності щодо аспектів інвестиційної та інноваційної діяльності, фондового ринку, державної фінансової допомоги та умов її надання, податкових пільг тощо, а також неефективність менеджменту на промислових підприємствах. Сучасні керівники в більшості випадків не володіють методами стратегічного планування інвестиційної діяльності, оцінки та хеджування ризиків, визначення ефективності інвестицій та ін., що знижує результативність інвестиційної діяльності конкретного підприємства.

Для нейтралізації (зменшення) впливу наведених вище факторів уряд України затвердив Програму розвитку інвестиційної та інноваційної діяльності в Україні, заходи якої передбачають: 1) створення сприятливого регуляторного середовища; 2) надання державної підтримки реалізації інвестиційних та інноваційних проектів, зокрема з метою забезпечення розвитку високотехнологічного виробництва; 3) удосконалення механізму комерціалізації результатів наукових досліджень та розробок і впровадження їх у виробництво; 4) забезпечення розвитку державно-приватного партнерства як інструменту залучення інвестицій; 5) реалізацію інвестиційних та інноваційних проектів, що пройшли конкурсний відбір і забезпечать розвиток базових галузей економіки та ін. [126]. На нашу думку, крім наведених вище заходів для підвищення інвестиційної привабливості машинобудування та збільшення обсягу залучених інвестицій на рівні машинобудівного підприємства необхідно: 1) розробляти та впроваджувати окремі інвестиційні проекти у відповідності до загальної стратегії розвитку підприємства; 2) використовувати альтернативні джерела фінансового

забезпечення інвестиційної діяльності в контексті оптимізації структури капіталу та врахування ефекту фінансового левериджу; 3) застосовувати диверсифікацію діяльності як за видами продукції, так і за регіональним критерієм; 4) досліджувати й враховувати умови зовнішнього інвестиційного середовища та кон'юнктури інвестиційного ринку; 5) для кожного об'єкту інвестування застосовувати відповідну методику оцінки ризиків та ефективності інвестицій, яка б враховувала всі фактори впливу у кожній конкретній ситуації; 6) мінімізувати фінансові ризики та забезпечити найвищу ліквідність інвестицій; 7) зменшити тривалість впровадження інвестиційних проектів та ін.

Висновки до розділу 1

1. Створення ефективної системи управління інвестиційною діяльністю підприємств машинобудівного комплексу України є актуальним науковим і практичним завданням, вирішення якого потребує ґрунтовного дослідження та вдосконалення теоретико-методичного апарату управління інвестиційними процесами у сучасних умовах.

2. Розуміння інвестицій як цінності, що з одного боку вилучається у певний момент часу, а з іншого – формує передумови подальшого її зростання дає підстави розглядати доцільність застосування вартісного підходу як основної теоретичної концепції управління. Управління інвестиційною діяльністю є одним з найбільш важливих елементів загальної системи управління підприємством

3. Узагальнивши підходи, до визначення поняття «управління інвестиційною діяльністю підприємства» запропоновано розуміти його як систему принципів, прийомів, методів та управлінських функцій, на основі яких визначаються організаційні форми та механізми управлінського впливу на процеси інвестування з метою забезпечення зростання вартості (цінності), підприємства та його стратегічного розвитку.

4. Якщо підприємство зорієнтоване на закріплення або створення конкурентних переваг, що особливо важливо у сучасному динамічному ринковому середовищі, інвестиційна стратегія має стати базовою – вихідною умовою для інших функціональних стратегій (маркетингової, фінансової, ресурсної тощо).

5. Особливо актуальне питання розроблення стратегій інвестування, обґрунтування періоду її реалізації постає для підприємств машинобудування, адже вони з одного боку повинні бути орієнтовані на продукцію, що відповідає останнім технічним та технологічним розробкам, а з іншого – для деяких підгалузей машинобудування характерним є тривалий операційний цикл, а отже, переорієнтація на нову продукцію вимагає значних витрат часу та ресурсів.

6. Вітчизні підприємства машинобудування сьогодні мають ряд проблем, які ускладнюють процеси стратегічного розвитку. Традиційна для західної практики оцінка привабливості інвестиційної пропозиції, що зводиться до аналізу двох факторів – доходності та ризику, в умовах української економіки потребує розширення.

7. Оскільки управління інвестиційною діяльністю підприємства вбудоване у загальну систему управління, необхідно враховувати специфіку останньої при формування конкретних механізмів управління. Трансформація підходів до розуміння сутності управління, його завдань та методів сьогодні обумовлена динамічним (процесним) баченням економічної діяльності, яке зорієнтоване на дослідження не окремих явищ чи їх станів, а на їх розвиток, взаємодію.

8. У сучасній теорії управління підприємством (організацією) виділяють функціональний, процесний, вартісний, структурний, проектний та інші підходи до управління.

9. Узагальнення різних підходів дало можливість виділити недоліки функціонального підходу, які обмежують його застосування в управлінні інвестиційною діяльністю, зокрема: складність вирішення комплексних

завдань, які характерні для сучасної інвестиційної діяльності, особливо для машинобудівних підприємств, зорієнтованих на стратегічний розвиток; незацікавленість посадових осіб в кінцевому результаті, обмеженість швидкість реагування системи менеджменту на появу нової інформації, що не дозволяє реалізувати потенційну істотну перевагу менеджменту – його гнучкість.

10. Обґрунтовано, що обмеженість функціонального підходу для побудови системи управління інвестиційною діяльністю підприємства не може бути подолана в межах самого підходу лише шляхом встановлення певних залежностей та зв'язків.

11. Аналіз процесного підходу свідчить про значний потенціал його використання, що забезпечує зростання конкурентоспроможності підприємства, оскільки він передбачає формування горизонтальної організаційної структури відповідно до набору процесів, які характерні саме для цього підприємства. У цьому випадку система управління інвестиційною діяльністю підприємства повністю повинна відповідати методології процесного підходу, включаючи процеси планування і прогнозування, оцінки ефективності, формування організаційних структур управління тощо. Однак сьогодні вітчизняні підприємства мають певні проблеми із його впровадженням.

12. Суперечності і недоліки функціонального підходу стосовно формування системи управління інвестиційною діяльністю підприємства можуть бути усунені застосуванням вартісного підходу як специфічної методології менеджменту, зокрема фінансового, сучасна практика якого у зарубіжних компаній підтверджує, що максимізація цінності (вартості) фірми продовжує розглядатися як одна з основних цілей її діяльності.

13. Концепція управління вартістю (цінністю) забезпечує досить широкі можливості для реалізації відповідних функцій менеджменту. Вона має ряд переваг: дозволяє диференційовано підходити до вибору цільових критеріїв та обирати методи управління, що найбільшою мірою відповідають

умовам, у яких функціонує підприємство, враховує його масштаби та специфіку діяльності (виробнича, торгівельна, фінансова, інвестиційна, інноваційна тощо), відповідає інтересам власників; дозволяє гнучкість розглядати як фактор зростання вартості, тому що в її основу покладено інвестиційний погляд на компанію; вартість є довгостроковим показником; максимізація вартості компанії може слугувати критерієм оцінки ефективності її менеджменту.

Ці переваги обумовлюють те, що управління вартістю як концепція менеджменту набуває все більшого визнання та використання не лише у розвинених країнах, але й у країнах із недостатньо розвиненими фінансовими ринками.

14. Управління інвестиційною діяльністю повинно за своєю суттю відповідати принципам стратегічного управління підприємством з ряду причин: необхідність підтримання стратегічного потенціалу підприємства на рівні, що забезпечить досягнення поставлених цілей; управління вартістю та стратегічне управління як наукові напрями менеджменту тісно пов'язані між собою – останнє розглядає створення вартості як результат процесу інвестування у ті сфери і напрями, у яких підприємство має ринкові конкурентні переваги.

15. Орієнтація на вартісний підхід обумовлює необхідність розроблення науково-методичних підходів до визначення індикаторів вартості, удосконалення моделей оцінки ефективності як основи управління інвестиційною діяльністю підприємства.

16. На основі аналізу виявлено такі особливості інвестиційної діяльності підприємств машинобудування в Україні: 1) обмеженість власних фінансових ресурсів; 2) необхідність обґрунтування ефективності інвестицій для залучення коштів вітчизняних та іноземних інвесторів; 3) висока ймовірність вибору альтернативних проектів; 4) значний вплив фактора ризику; 5) стратегічне значення продукції машинобудування в експортно-

імпортній діяльності країни; б) часовий лаг між складовими життєвого циклу інвестиційних проектів та ін.

Визначальним фактором, який впливає на обсяг інвестицій в діяльність підприємств машинобудування є рівень і структура фінансового забезпечення.

17. Розвиток інвестиційного процесу в машинобудівному комплексі України стримують: дефіцит власних фінансових ресурсів підприємств для впровадження інвестиційних проектів; зменшення бюджетного фінансування та державної підтримки (у т.ч. пільг інвесторам та інноваторам); недостатній досвід використання та нерозвиненість альтернативних джерел фінансового забезпечення. Для систем менеджменту вітчизняних підприємств характерна відсутність комплексності, низька ефективність та слабка структурованість, відсутність чіткого механізму вибору ефективного портфелю джерел фінансування та побудови оптимальної структури капіталу тощо.

Розвиток поглядів на вартісний підхід до управління зумовив зростання наукового інтересу до створення вартості (цінності) підприємства як результату управління. Актуальними є дослідження факторів створення вартості, роль менеджменту у її створенні, динаміки вартості фірми, удосконалення підходів до оцінки інвестиційних рішень на основі вартісного підходу.

Основні положення цього розділу були опубліковані автором у працях [4, 109, 110, 117].

РОЗДІЛ 2

НАУКОВО-МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО ФОРМУВАННЯ СИСТЕМИ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЮ ДІЯЛЬНІСТЮ ПІДПРИЄМСТВА

2.1 Управління інвестиційною діяльністю в системі управління вартістю підприємства

Аналіз концептуальних підходів управління підприємством виявив переваги вартісного підходу, оскільки він найбільшою мірою відповідає вимогам сучасного ринкового середовища. Зміст вартісно-орієнтованого управління у сучасних умовах полягає у всебічному використанні традиційних та інноваційних методів управління для забезпечення ключової мети – зростання вартості підприємства. Сучасні ринкові концепції управління бізнесом орієнтовані на вартість, точніше на її максимізацію. В. Бусов зазначає: «Стоимость как параметр управления социально-экономической системой является для нее всеобщим» [19, с. 11]. При цьому наголошується, що вартість є основним показником, який на відміну від інших фінансових показників відповідає вимогам необхідності і достатності.

Автори [33] зазначають, що управлінська концепція зростання вартості компанії є найбільш затребуваною в інноваційній економіці. Таке розуміння управління вартістю, очевидно, базується на визнанні інвестиційної діяльності підприємства одним із основних факторів створення вартості, оскільки інвестиційні рішення є за своєю суттю стратегічними. Отже, можна говорити, що формування вартісно-орієнтованої системи управління інвестиційною діяльністю є необхідною та логічною складовою загальної системи управління підприємством, орієнтованого на вартість.

Формування вартісно-орієнтованої системи управління у сучасній теорії та практиці визначається як найбільш правильна модель

цілеспрямування діяльності компаній, адже управління на основі вартості зорієнтоване на охоплення різних функціональних напрямів менеджменту, у кожному з яких виділяються власні завдання щодо зростання цінності підприємства.

Зупинимося на визначені місця і ролі управління інвестиційною діяльністю у системі управління вартістю на підприємстві. Узагальнивши підходи, викладені в [35; 46; 56; 121], можна виділити два принципових підходи до структурування системи управління вартістю:

1. за видами діяльності;
2. за функціями управління.

Згідно з першим підходом система управління вартістю є складовою загальної системи управління підприємством (організацією) і включає підсистеми, виділені за видами діяльності: підсистему управління операційною діяльністю, підсистему управління фінансовою діяльністю, підсистему управління інвестиційною діяльністю [121]. За такого підходу управління інвестиційною діяльністю є окремим елементом, самостійною підсистемою управління вартістю, а отже, методологія управління інвестиціями також повинна відповідати цілям і завданням вартісного підходу. Причому, важливість саме цієї підсистеми засвідчується визнанням інвестиційної діяльності як провідного чинника зростання вартості, особливо стратегічного характеру, оскільки ключовим у визначенні системи управління є орієнтація на стратегічні цілі, що як правило досягається через інвестування.

Згідно з другим підходом вартісно-орієнтоване управління розуміється як всеохоплююча система управління організацією, що містить основні чотири складові: стратегію, корпоративне управління, фінанси та оцінювання [35]. Тобто управління інвестиційною діяльністю як самостійно відокремлений елемент не вділяється, проте характерною відмінністю є пріоритетність фінансової складової – ціль діяльності є саме фінансовою – зростання вартості (цінності) підприємства для його власників (акціонерів).

Пріоритетність фінансової та оціночної складових констатується також у роботі [74], де управління вартістю розуміється як процес послідовної реалізації у компанії фінансової моделі аналізу її діяльності на основі принципу економічного прибутку та побудова на її основі та за її допомогою стратегічних та поточних рішень управління. Обов'язкові складові цього процесу наведено на рис. 2.1.



Рис. 2.1. Функціонально структурована система управління вартістю компанії [74]

Стратегічне планування інвестиційної вартості є необхідним і визначальним елементом управління вартістю, що відповідає сучасним тенденціям наукових досліджень та практики управління. Для сучасного етапу розвитку теорії стратегічного управління підприємством характерно активний розвиток динамічної теорії. Основу цієї теорії складають динамічні механізми формування конкурентних переваг підприємства [82; 83].

На нашу думку, саме ця теорія є досить актуальною у дослідженні розвитку підприємства на основі вартісних показників, оскільки поряд з іншим дозволяє визначити причини та закономірності динаміки вартості підприємства протягом певного періоду його функціонування. Тому

стратегічне планування розглядається як базова умова ефективного управління вартістю в цілому та інвестиційною діяльністю як її складової.

Проте наявність лише дієвої системи стратегічного планування не дозволяє повною мірою реалізувати потенціал зростання вартості. Стратегічне планування не відмінняє, а навпаки, посилює потребу у якісному оперативному плануванні. Ці дві складові (рис. 2.1) повинні бути скоординованими між собою, що можна досягти маючи достатній аналітичний та методичний апарат. Реалізуючи управління інвестиційною діяльністю, орієнтоване на зростання вартості, важливо мати індикатори, які характеризують ефективність як стратегічних інвестицій, так і інвестицій, що не мають стратегічного характеру (з позиції їх впливу на зростання вартості).

Отже, вартісні критерії оцінки як стратегічних, так і поточних інвестиційних рішень ми пропонуємо базувати на узгодженні таких рішень між собою. Мається на увазі, що відповідні критерії повинні враховувати розмір вартості, що може бути додана до уже створеної в наслідок реалізації цих двох видів проектів.

У роботі [74] пропонується розглядати ці критерії у декількох аспектах:

- з точки зору зростання компанії, його тривалості, визначеності стратегічними конкурентними перевагами;
- з позиції генерованих потоків грошових коштів, які повинні створюватися в результаті прийнятих рішень; в аспекті інвестиційних ризиків і необхідної бар'єрної доходності використаного капіталу, яка відповідає певному рівню ризиків.

Урахування в такому критерії обох аспектів ми вважаємо відображенням координації стратегічних і поточних інвестиційних рішень. У такому випадку він може використовуватися при плануванні інвестиційних рішень, для визначення напрямів та інвестиційної діяльності підприємства. Підходи до визначення цього параметра будуть викладені у наступному розділі дисертаційної роботи.

Аналізуючи складові управління вартістю, необхідно звернути увагу на зв'язок «стратегічне планування – оперативне планування – моніторинг факторів вартості» (рис. 2.1). Зупинимося на необхідних елементах системи вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю підприємства, що впливають із цього взаємозв'язку.

Підходи до визначення факторів вартості, їх переліку, ступені впливу є досить актуальними у дослідженні управлінських підходів, що базуються на вартості [9; 26; 27; 33; 52; 57; 59; 96; 99; 136; 139]. Процедури управління факторами вартості є досить важливим для реалізації методології вартісного підходу в практиці управління, оскільки, по-перше, дають чіткі кількісні орієнтири в управлінні, по-друге, складають базу для визначення пріоритетів розвитку, по-третє, дозволяють підвищити гнучкість менеджменту, оскільки передбачають постійний перегляд пріоритетів. Для визначення факторів вартості в управлінні інвестиційною діяльністю підприємства зупинимося на традиційних підходах до їх розуміння та класифікації.

Виокремлення факторів вартості є першочерговим завданням формування системи управління підприємством і особливого його інвестиційної діяльності. Адже вибір пріоритетних напрямів інвестування, термінів, структури фінансування інвестиційних проектів тощо буде суттєво залежати від інформації щодо факторів вартості.

Під фактором вартості у вартісно-орієнтованому управлінні розуміють змінну, яка визначає результативність діяльності компанії [59; 89; 121; 136; 139]. Т. Коуплендом запропоновано одиниці виміру факторів вартості називати ключовими показниками діяльності (КПД) [89].

Одним з визначальних завдань управління є їх ідентифікація, що передбачає виявлення взаємозв'язків між основними складовими бізнесу та процесом створення вартості, аналіз чутливості показників вартості до зміни окремих факторів, встановлення найбільш значущих – таких, що здійснюють найбільший вплив на зростання вартості. Результати такого аналізу мають

бути завершені включенням найбільш значущих факторів до цільової функції компанії.

За результатами дослідження підходів різних авторів до класифікації факторів вартості систематизуємо та зведемо їх у загальну класифікацію, що представлена у таблиці 2.1.

Таблиця 2.1

Класифікація факторів вартості (складено автором за [33; 90; 145; 168])

Класифікаційна ознака	Групи факторів	Характеристика факторів
За формою	Матеріальні	Виробничі потужності, наявні активи підприємства
	Нематеріальні	Не мають фінансової сутності та конкретного чисельного вираження (ділова репутація та зв'язки підприємства, досвід та уміння персоналу, система тиражування передових технологій тощо)
За рівнем ідентифікації	Національні (фактори макрорівня)	Економічні, політичні, соціальні, правові, інфраструктурні, екологічні
	Галузеві (фактори мезорівня)	Технологічні, конкурентні, бар'єри входження та виходу
	Власне підприємства (фактори мікрорівня)	Фінансово-економічні, виробничі, маркетингові, інноваційні, організаційні.
За вимірністю	Кількісні	Передбачають кількісну оцінку
	Якісні	Можуть бути охарактеризовані лише якісно
За місцем виникнення	Зовнішні	Не належать до сфери впливу підприємства
	Внутрішні	Належать до сфери впливу підприємства
За характеристикою КПД, що їх виражають	Фактори, виражені фінансовими КПД	Вартість капіталу, рентабельність інвестицій, економічна додана вартість тощо.
	Фактори, виражені операційними КПД	Розвиток НДДКР, частка ринку, оновлення машинного парку, збільшення/зменшення матеріальних активів

Очевидно, що дослідження факторів вартості є багатоаспектними, спрямованими на виявлення усього комплексу можливих впливів. Проте ми вважаємо, що виділення факторів макро-, мезо- та макрорівнів є недостатньо коректним, оскільки вони суперечать базовим принципам, сформульованим Т. Коуплендом для обґрунтованого, правильного визначення факторів вартості, а саме:

1. Безпосередній зв'язок факторів із створенням вартості, їх доведення до всіх рівнів управління підприємством – єдність цільових настанов.

2. Необхідність вираження факторів не лише у фінансовій, а і в операційній формі. Пов'язана з потребою визначати, від чого саме залежить поточний рівень витрат, та як він може бути змінений у майбутньому.

3. Необхідність відображення як поточної діяльності, так і перспектив зростання (виявлення параметрів зростання рентабельності в наслідок змін витрат на капітал та зміни поточної рентабельності інвестованого капіталу тощо).

На нашу думку, запропоноване виділення факторів за рівнем ідентифікації суперечить першому принципу, адже для національних та більшості галузевих факторів неможливо визначити безпосередній зв'язок і тим більше довести до відповідних підрозділів. Варто підкреслити, що ключовим у виділенні факторів вартості є можливість виявити фактори, які з одного здійснюють значний вплив на вартість компанії, а з іншого – знаходяться у сфері впливу менеджменту. Як зазначається зокрема у роботі [90], така умова є основним ланцюгом, що поєднує вартість компанії та її управління.

Однак, не зважаючи на достатньо широку класифікацію факторів, ми вважаємо за доцільне доповнити наведений перелік ще однією класифікаційною ознакою – «характер впливу», за якою виділяти фактори стратегічного та поточного впливу. Необхідність такого виокремлення випливає, на нашу думку, з третього принципу. Визначаючи відображення перспективного та поточного зростання, визнається потреба у методичній базі – поділі факторів на такі, що впливають на зростання вартості у довгостроковій перспективі, та такі, дія яких спостерігається у короткостроковому періоді.

Особливої актуальності такий поділ факторів, та визначення ключових показників діяльності для них набуває саме для реалізації на підприємстві

вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю в тому числі. Як зазначається у [100], стратегічні інвестиційні рішення повинні оцінюватися виключно з позиції їх впливу на вартість підприємства, а капітальні інвестиції необхідно узгоджувати зі стратегічними та поточними планами підприємства.

Серед факторів поточного впливу на зростання вартості ми вважаємо необхідним управлінську гнучкість та адаптивність розглядати як цілком самостійні фактори вартості, оскільки у сучасних умовах управління полягає в управлінні можливостями, які має підприємство. Тобто у будь-якого підприємства існує певний потенціал менеджменту, який може бути реалізований і втілений у зростанні вартості. Тоді питання оцінки вартості постає ширше – оцінка повинна включати не лише вартість активів чи ринкової капіталізації, а оцінку потенціалу управління як фактора створення чи збереження вартості. На сучасному етапі управлінська наука основним завданням у розробленні стратегії визначає пошук для підприємства конкурентних переваг за рахунок адаптації до динамічної економіки [83]. Можливість і здатність такої адаптації разом із стратегічними інноваціями можна вважати ключовими факторами вартості.

Підкреслюючи провідну роль стратегічних рішень в управлінні вартістю для промислових підприємств, особливо машинобудівної галузі, обґрунтування складових системи вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю, ми вважаємо за доцільне приймати до уваги стадію життєвого циклу, на якій знаходиться підприємство.

Наше бачення підходів, які повинні бути покладені в основу формування системи управління інвестиційною діяльністю підприємства, узгоджується із традиційними розумінням змісту управління вартістю, яке обов'язково пов'язується зі стратегією підприємства, а значить – і з потребою в аналізі життєвого циклу підприємства. Як зазначає зокрема І. Івашковська, у контексті стратегічних дій управління вартістю можна розглядати як необхідність адаптації бізнесу до швидкостей, що виражається в умінні

перевести капітал з одного бізнесу в інший, розширити чи навпаки, зменшити масштаби бізнесу, створити умови, щоб вивести з нього капітал [74]. Формування стратегічних інвестиційних рішень значною мірою визначається саме стадією життєвого циклу підприємства. У такій постановці проблема управління інвестиційною діяльністю досліджувалася багатьма фахівцями [53; 55; 97; 161; 186; 193]. Аналіз факторів та параметрів, що визначають становище фірми у системі її життєвого, проведений Б. Доломановим [55], свідчить про значну роль саме вартісних орієнтирів на більшості стадій.

Як видно з таблиці 2.2 для стадій зрілості, розширення та диверсифікації характерно домінування показників вартості бізнесу.

Таблиця 2.2

Фактори та параметри, що визначають становище фірми у системі життєвого циклу фірми [55, с. 92]

Стадія	Фактори та параметри
1	2
Становлення	<p>Ємність ринку; характеристика конкурентів, попиту на продукт за якістю:</p> <ul style="list-style-type: none"> – обсяг реалізації продукції, валовий і операційний прибуток; – рентабельність продажів (ROS); – рівень ризику на галузевому ринку. <p>Наявність структури управління, систем, процедур і правил; критерії оцінювання праці співробітників, винагород за виконану роботу; якість управління бізнесом.</p>
Юності та експансії	<p>Трансформація грошового потоку у частку на ринку. Забезпечення темпів зростання бізнесу, вищих, ніж ті, які склалися на галузевому ринку; «інвестиційний голод», залучення позикового капіталу; оптимальні фінансові пропорції власного бізнесу:</p> <ul style="list-style-type: none"> – обсяг реалізації продукції, зростання чистого прибутку; зростання рентабельності активів (ROA); зростання рентабельності капіталу (ROE); – рівень доходності власного капіталу у порівнянні галузевим показником; Створення ефективної системи корпоративного управління; – рівень децентралізації структури, фіксовані правила та процедури управління. <p>Фірма поступово стає для власника одним із фінансових інструментів для вкладання власного капіталу; завдання зростання вартості бізнесу стає основним.</p>
Зрілості	<p>Трансформація ринкових можливостей у нарощування інвестиційної чи економічної вартості бізнесу:</p> <ul style="list-style-type: none"> – професійний менеджмент; зростання продажів, прибутку, рентабельності; залишко-вий чистий прибуток (RE); економічна додана вартість (EVA); додана акціонерна вартість (SVA); зростання ринкової вартості випереджає зростання виручки. <p>Результативність функціонування фірми характеризується ліквідністю, здатністю генерувати додатні грошові потоки; рівень інвестиційних ризиків як комбінація комерційних і фінансових факторів, які визначають рівень бажаної доходності; фактична рентабельність капіталу; вибір параметрів на основі системи збалансованих показників (ССП), що характеризують взаємодію фірми із зовнішнім середовищем. Необхідність формування нової моделі для успішного переходу на нову стадію життєвого циклу.</p>

Продовження таблиці 2.2

1	2
Розширення та диверсифікації	Реструктуризація бізнесу, яка передбачає як освоєння нового продукту та нових ринків, так і удосконалення структури управління цінністю інтелектуального капіталу, в т.ч. формування фірми, яка навчається і створює нові знання для власного відродження. Довгострокове зростання багатства акціонерів: <ul style="list-style-type: none"> – зростання періодичних показників зростання цінності (RE, EVA, SVA), загальна віддача акціонерам (TSR), грошова рентабельність інвестицій (CFROD); – приріст цінності капіталу (бізнесу); – випереджаюче зростання ринкової вартості бізнесу порівняно темпами приросту виручки.
Занепаду та оновлення	Реструктуризація бізнесу, реалізована на попередній стадії життєвого циклу фірми, дозволяє здійснити докорінне оновлення, вийти на новий етап свого розвитку. Не зважаючи на збереження назви по суті з'являється нова фірма, про що свідчить корпоративна культура, управлінська структура, номенклатура продукції. Проте створений в результаті еволюційного розвитку матеріальний та інтелектуальний капітал продовжує використовуватися. Перед власником і менеджментом стоїть завдання досягнення приросту цінності капіталу і зростання періодичних показників цінності, рентабельності інвестицій тощо.

Очевидно, що на етапі переходу на стадію зрілості та на стадію розширення і диверсифікації передбачається значний обсяг інвестування, без якого формування нової бізнес-моделі неможливе в принципі.

Власне концепція життєвого циклу знайшла свій розвиток у дослідженні динаміки створення вартості.

Так, у сучасному управлінні вартістю виокремлюють цикл створення вартості, який розглядається як процес управління з виокремленням трьох стадій: креативної – пошук чи створення ринкових можливостей підприємства, оціночної – оцінювання результатів стратегії, що реалізується, та можливе коригування цілей, мотиваційна – розроблення механізмів мотивації на основі показників вартості.

Безумовно, дослідження процесу управління як циклічного є перспективним напрямом розвитку управлінської науки – виокремлення стадій життєвого циклу в аспекті управління дозволяє диференціювати методи управління, прогнозувати стан підприємства, виявляти причини та вживати заходів щодо його покращення. Для цього необхідно для кожної стадії життєвого циклу обрати власні «ключові точки» – кількісні індикатори,

які найбільш інформативно характеризують співвідношення пріоритетності, цілі-ресурси.

Узагальнення підходів до диференціації основної мети діяльності залежно від стадій життєвого циклу підприємства відповідно до рівнів погодження інтересів, факторів та параметрів, що визначають становище фірми у системі життєвого циклу, дозволив систематизувати різні показники вартості для оцінки ефективності діяльності підприємства на кожній стадії циклу (рис.2.2).

Поєднання концепції життєвого циклу та вартісного підходу до управління обумовила теоретичне обґрунтування поняття «міграції цінності» [55; 95; 140; 141], під якою пропонується розуміти переміщення внаслідок економічних причин цінності (вартості) бізнесу до інших бізнес-сегментів, бізнес-моделей в межах однієї галузі або в інші галузі, які відповідають пріоритетам споживачів, інтересам інвесторів та інших зацікавлених суб'єктів. У такому аспекті постає наукове завдання визначення чинників, які впливають на динаміку вартості підприємства, з метою підвищення ефективності його діяльності.

Для вирішення цього завдання запропоновано аналізувати напрям та розмір (масштаб) міграції цінності та виділяти позитивну та негативну міграцію цінності. Дійсно, прискорення процесів, які відбуваються у соціально-економічному середовищі, зумовлює необхідність постійного моніторингу бізнес-моделей удосконалення чи пошук нових тощо. Однак ми вважаємо за необхідне не лише якісно характеризувати процеси зміни вартості підприємства – можливість здійснення ефективного управлінського впливу може бути забезпечена тоді, коли менеджмент володіє кількісними індикаторами, які формують чітку інформаційну базу управління.

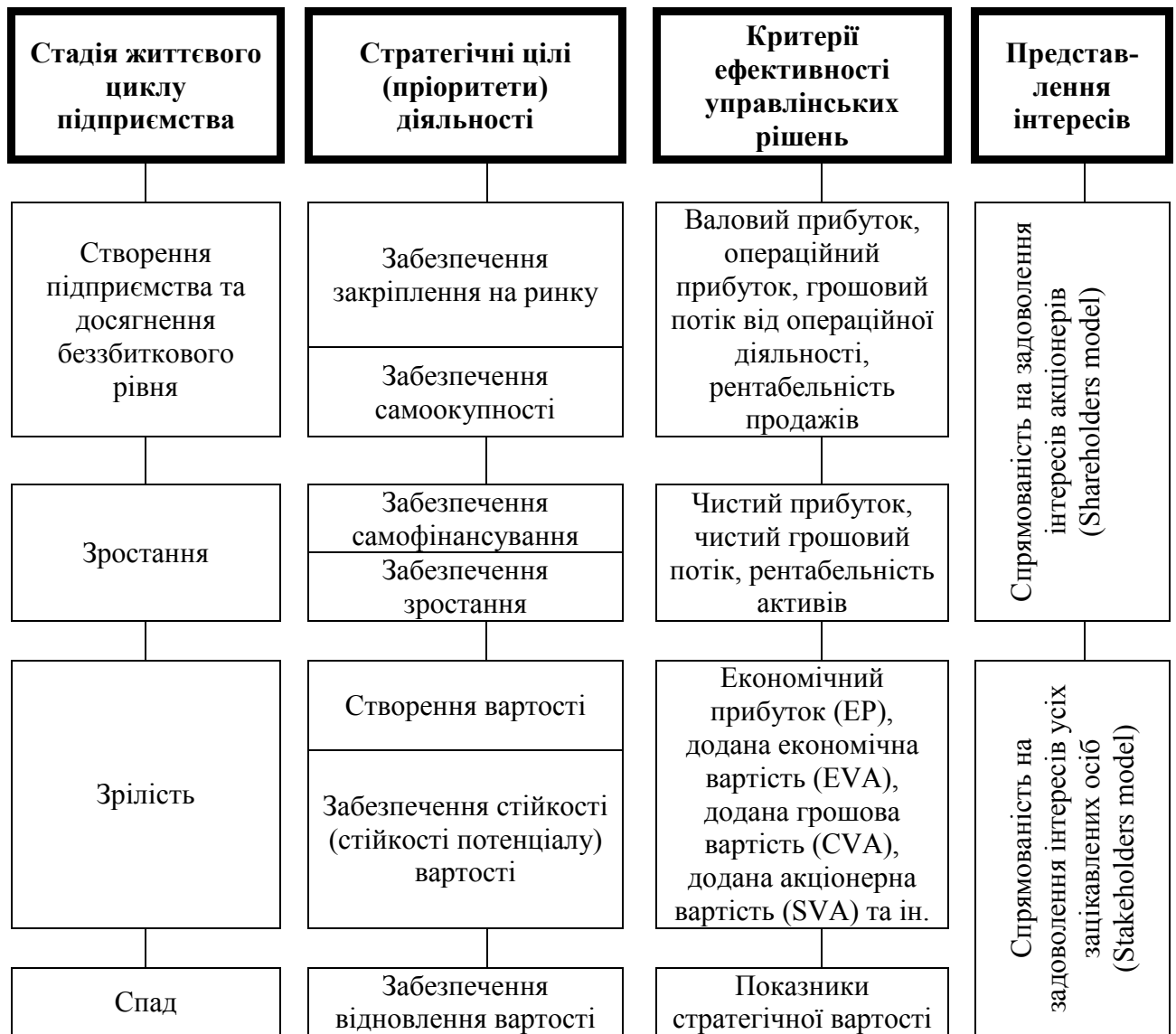


Рис. 2.2. Зв'язок параметрів управління за стадіями життєвого циклу

Тобто в основу формування системи управління інвестиційною діяльністю підприємства ми пропонуємо покласти не просто критерій вартості як абсолютний показник, а певний показник, який характеризує його динаміку.

Отже, теоретичні концепції, які пропонується покласти в основу науково-методичного підходу до вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю підприємства, такі (рис. 2.3):

1. Вартісно-орієнтоване (ціннісно-орієнтоване) управління (VBM-підхід).
2. Динамічна теорія стратегічного управління.

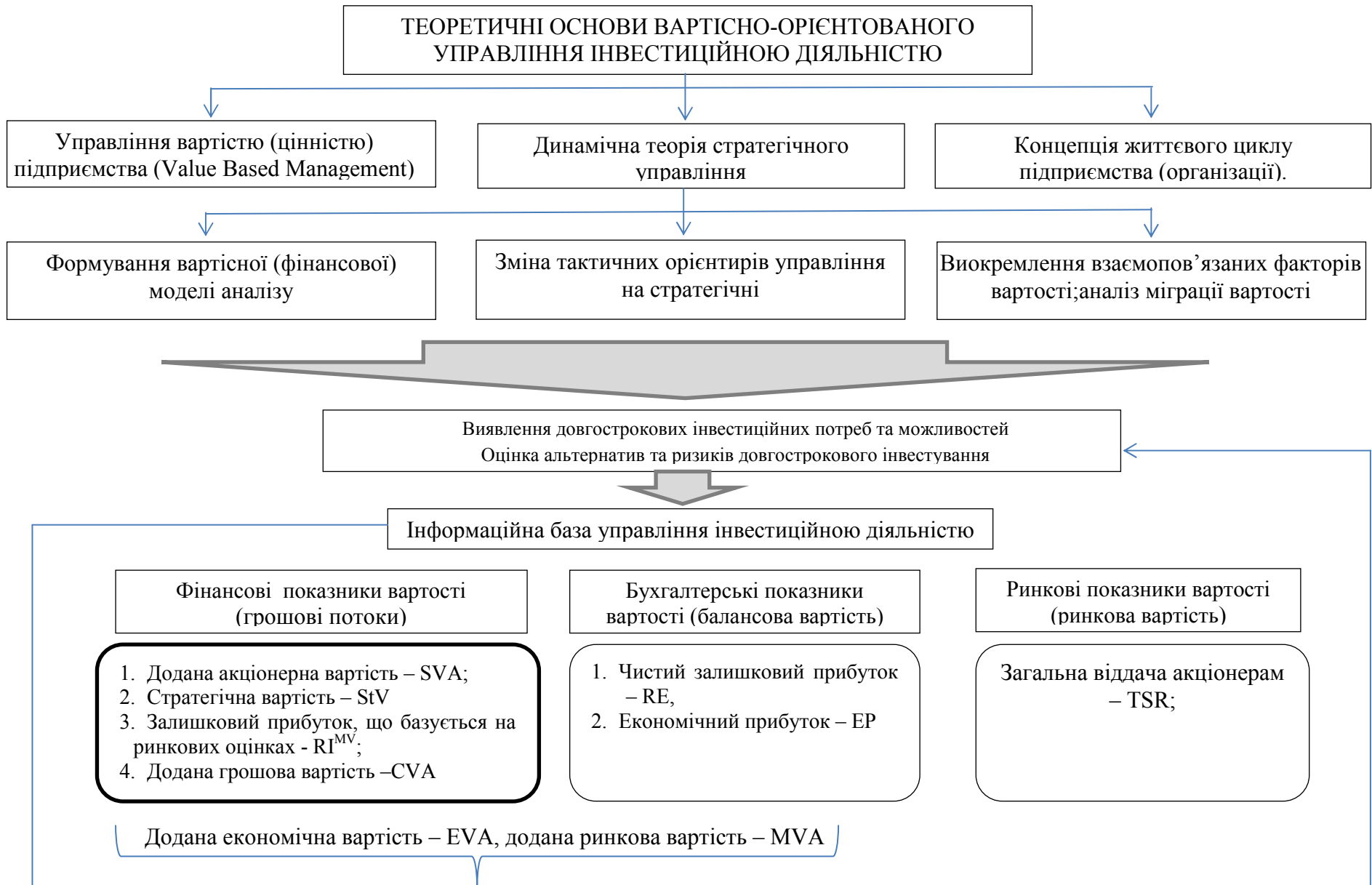


Рис. 2.3. Структурно-логічна схема формування системи управління інвестиційною діяльністю підприємства

3. Концепція життєвого циклу підприємства (організації).

Серед необхідних передумов впровадження вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю можна виокремити такі найбільш суттєві:

- зміна тактичних орієнтирів управління на стратегічні;
- виокремлення взаємопов'язаних факторів вартості з обов'язковим виділенням факторів стратегічного та поточного впливу;
- обґрунтування відповідних фінансових КПД для цих факторів;
- чітка класифікація інвестицій за критерієм впливу на вартість підприємства; розроблення підходів до оцінки ефективності та координації стратегічних та поточних інвестиційних рішень;
- урахування у технології вартісно-орієнтованого управління гнучкості менеджменту як фактора вартості.

Вартісні цільові орієнтири можуть розглядатися як необхідна вихідна база для планування та аналізу його досягнення. Такі орієнтири повинні оцінюватися виходячи з ключових факторів вартості, оцінених для кожного рівня управління компанією. Поточні (короткострокові) вартісні орієнтири повинні узгоджуватися з довгостроковими (стратегічними), оскільки в цьому випадку реалізуються завдання управління вартістю – підтримання балансу між , стратегічними та поточними цілями. Як зазначається зокрема у роботі [168] узгоджені цільові нормативи повинні відображати цілі та наміри комерційної організації на всіх рівнях планування. І у якості короткострокового цільового нормативу пропонується використовувати показник економічної доданої вартості.

Ми погоджуємося з необхідністю застосування показника економічної доданої вартості як поточного вартісного орієнтира, проте враховуючи необхідність розмежування стратегічних та поточних орієнтирів, вважаємо необхідним обґрунтувати відповідно довгостроковий орієнтир для управління інвестиційною діяльністю. Послідовне викладення авторських підходів до вирішення цих завдань буде викладено нижче.

2.2 Концептуальні основи формування вартісно-орієнтованої системи управління інвестиційною діяльністю підприємства

Традиційно вважається, що ефективна інвестиційна діяльність у довгостроковій перспективі забезпечує посилення конкурентних переваг, проте деякі науковці спростовують це твердження, керуючись методологією вартісного підходу [120]. Вони обґрунтовують, що не всі інвестиційні проекти є однаковими з точки зору їх впливу на характер створення вартості. Одні інвестиційні рішення ведуть до зростання вартості, інші – можуть забезпечити лише її збереження на певному часовому інтервалі, а у довгостроковому періоді приведуть до її втрати. Тому орієнтація на показники, які не є реальними індикаторами зростання вартості, а тим більше довгострокового зростання, не забезпечує досягнення визначених стратегічних цілей розвитку підприємства. Це пояснює ситуацію, коли використання традиційних методів оцінки ефективності інвестиційних рішень призводить до прийняття хибних і неефективних рішень.

Аналіз теоретичних та практичних проблем інвестиційного планування (розподілу капіталу всередині компаній), проведений на основі результатів досліджень [37; 120], дозволив виявити причини, що зумовлюють прийняття неефективних рішень стосовно реального інвестування у багатьох компаніях:

1. Відсутність диференціації інвестицій відповідно до характеру їх впливу на зміну вартості підприємства.
2. Порушення зворотного зв'язку у системі управління, викликані неадекватністю облікової (бухгалтерської) інформації, на основі якої приймаються рішення.
3. Орієнтація на відносні показники прибутковості інвестицій у прийнятті інвестиційних рішень.
4. Недосконалість процедур інвестиційного планування та прогнозування.

При формування вартісно-орієнтованої системи управління інвестиційною діяльністю підприємства ми пропонуємо враховувати зазначені недоліки. Викладемо положення, які безпосередньо визначають авторський підхід до побудови зазначеної системи

1. Відсутність диференціації інвестицій відповідно до характеру їх впливу на зміну вартості підприємства.

Орієнтація управління інвестиційною діяльністю на довгострокові перспективи розвитку підприємства (що є сьогодні об'єктивною необхідністю) викликає потребу урахування структури інвестицій відповідно до їх поділу на такі, що створюють вартість, та такі, що її зберігають. На підтвердження цього наводяться приклади, коли неумисна орієнтація (обумовлена технікою інвестиційного планування) на короткострокові проекти у процесі розподілу капіталу може з одного боку викликати технічну відсталість та втрату конкурентоспроможності, а з іншого – призвести до суттєвих грошових витрат. Так, середня компанія може втрачати до 10% суми коштів, передбачених річним бюджетом капітальних інвестицій [120]. Як наслідок можна прогнозувати проблеми із залученням капіталу, втрату стійкості тощо.

Отже, не лише тривалість, але й характер впливу інвестицій на зміну вартості підприємства є принциповим у виборі інструментів управління, тому формуючи систему управління важливо визначитися з класифікацією інвестицій, на якій ґрунтуватиметься відповідна система. В основу такої класифікації ми пропонуємо покласти підхід, запропонований у роботі [37], згідно з яким інвестиції поділяються на стратегічні та підтримуючі.

Аналіз підходів до визначення стратегічних інвестицій (таблиця 2.3) свідчить про широке тлумачення цього поняття, проте на нашу думку, чітким критерієм, який вирізняє стратегічні інвестиції з-поміж інших, є зростання вартості, що може бути забезпечене, по-перше, за рахунок реалізації значного потенціалу, який містить об'єкт інвестування, по-друге, за рахунок отримання синергетичного ефекту від об'єднання компаній.

Підходи до визначення стратегічних інвестицій

<i>Визначення мовою оригіналу, джерело</i>	<i>Переклад</i>
Стратегические инвестиции имеют своей целью создать новое предприятие, новую организацию или освоить новую сферу деятельности, в незатронутых ранее регионах путем покупки готовых имущественных комплексов и др. [144].	Стратегічні інвестиції – інвестиції, що мають на меті створення нового підприємства чи організації, освоєння нової сфери діяльності, в тому числі у нових регіонах шляхом придбання існуючих майнових комплексів тощо.
A strategic investment is an investment by a corporation or an affiliated firm into a young company that has potential to offer something of value in return or will create synergy with the existing business of the investor [194].	Стратегічні інвестиції – це інвестиції корпорацій та афілійованих фірм у «молоді» компанії, які мають потенціал до зростання вартості інвестора за рахунок синергетичного ефекту, що виникає при об'єднанні бізнесу.
An investment that a corporation or affiliated firm makes in a young company that offers to bring something of value to the corporation itself. The aim may be to gain access to a particular product or technology that the start-up company is developing, or to support young companies that could become customers for the corporations products [181].	Стратегічні інвестиції – це інвестиції корпорацій та афілійованих фірм у «молоді» компанії, які можуть або збільшити розмір вартості підприємства або дозволяють отримати певний продукт чи технологію. Їх мета може полягати в отриманні доступу до специфічного продукту, який розвиває компанія або у підтримці молодих підприємств як потенційних клієнтів (споживачів) власної продукції компанії.
Strategic investment – an investment which: (a) is made for a strategic purpose; (b) is made for an expected duration consistent with that purpose and is, or has the potential to be, illiquid or hard to value; and (c) is significant in value in proportion to the size of the with-profits fund [174; 176].	Стратегічні інвестиції – це інвестиції, які: а) здійснюються для досягнення стратегічних цілей; б) здійснюються на термін, що відповідає таким цілям, характеризуються низькою ліквідністю і складністю оцінювання; в) мають значний розмір у порівнянні з отримуваними доходами.

Проте важливо розуміти, що стратегічні інвестиції можуть бути спрямовані не на створення нової чи збільшення вартості підприємства відносно існуючого рівня, а на збереження вже існуючих позицій. Цей момент є принциповим у виборі інструментів управління, тому автори [120] серед стратегічних інвестицій виділяють:

- стратегічні інвестиції, спрямовані на розширення діяльності, у результаті яких генеруються нові грошові потоки (створюється нова вартість);
- стратегічні інвестиції, спрямовані на заміщення вибуття елементів основного капіталу, як формують той самий тип грошового потоку, що й інвестиції на розширення, однак не створюють, а зберігають («захищають») вартість, тобто дозволяють зберегти у довгостроковому періоді клієнтську базу, обсяги продажу, відповідний рівень якості продукції тощо.

Ми пропонуємо наступні визначення стратегічних і поточних інвестицій.

Стратегічні інвестиції – це інвестиції, які здатні генерувати додану грошову вартість (додану вартість грошового потоку) протягом періоду, не меншому, ніж середній період зростання вартості, визначений на основі аналізу динаміки її створення у галузі.

Поточні (підтримуючі інвестиції) – це інвестиції, які реалізуються з метою підтримання стабільного рівня доданої вартості грошового потоку в процесі реалізації стратегічних інвестицій в межах середнього для галузі періоду зростання вартості.

Ми розглядаємо стратегічні і поточні (підтримуючі) інвестиції як взаємопов'язані рішення, тому їх планування, оцінка та контроль за реалізацією доцільно проводити на основі погоджених критеріїв ефективності.

Отже, ми вважаємо за доцільне формування системи вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю підприємства як сукупності двох взаємопов'язаних підсистем: управління інвестиціями у створення вартості та управління інвестиціями у її збереження.

З цією метою використовувати класифікацію інвестицій за ознакою характеру їх впливу на зміну вартості підприємства, відповідно до якої виділяти:

- стратегічні інвестиції, спрямовані на створення вартості;
- стратегічні інвестиції, спрямовані на збереження вартості;
- підтримуючі інвестиції, результатом яких є збереження вартості, тобто збереження конкурентних позицій на ринку без створення довгострокового потенціалу зростання.

В процесі реалізації управлінських функцій необхідно проводити аналіз структури інвестиційних проектів-пропозиції відповідно до наведеної класифікації.

2. Порушення зворотного зв'язку у системі управління, викликані неадекватністю облікової (бухгалтерської) інформації, на основі якої приймаються рішення.

Як зазначалося вище вартісно-орієнтоване управління дозволяє забезпечити якісний зворотний зв'язок у системі управління, що підвищує її ефективність. Однак ця перевага забезпечується лише за умови створення фінансової (на противагу бухгалтерській) моделі аналізу підприємства, і є необхідною передумовою впровадження VBM-підходу в управління інвестиційною діяльністю.

Модель аналізу повинна створювати відповідну інформаційну базу для прийняття ефективних рішень. З цієї позиції бухгалтерська модель зазнає серйозної критики [34; 65; 71; 72; 75; 76; 119; 120; 151] не через її недосконалість як таку, а через невідповідність тим завданням, які мають вирішуватися у стратегічному управлінні.

Бухгалтерська (облікова) модель аналізу і прийняття рішень орієнтується на контроль за поточними операціями на основі оцінювання збалансованості грошових потоків від операційної, інвестиційної та фінансової діяльності. Інформація, що отримується відповідно до даної моделі, є цілком достовірною і корисною для прийняття короткострокових рішень, однак вона не дає змоги оцінювати ризики довгострокового інвестування, враховувати невизначеність майбутніх результатів, а отже, оцінювати альтернативні можливості підприємства. Недосконалість

бухгалтерської моделі проявляється у тому випадку, коли на її основі виявляються довгострокові інвестиційні потреби та можливості, проводиться аналіз стратегічних альтернатив та обґрунтування довгострокових рішень.

Крім того облікова модель не дозволяє отримати інформацію стосовно структури інвестицій за характером їх впливу на створення вартості підприємства, що визначено як принципове положення в управлінні інвестиційною діяльністю. Розуміючи важливість створення адекватної інформаційної бази деякі зарубіжні компанії надають інвесторам додаткову інформацію стосовно цілей інвестиційної діяльності. Зокрема, шведська компанія SCA у звітах про рух грошових коштів відображає розмір інвестицій, необхідних для підтримання поточної конкурентоспроможності, та інвестиції, метою яких є зростання грошового потоку (стратегічні інвестиції) [37].

Вважається, що аналітичний апарат, побудований в межах бухгалтерської моделі, не відповідає об'єктивним вимогам ринку у конкуренції за капітал. Деякі науковці наголошують на особливій актуальності «зміни парадигми аналізу» [80, с. 117] саме для підприємств, які працюють в умовах постадміністративної економіки на принципах безальтернативного управління. Оскільки відсутність управлінських практики виявлення і аналізу граничної доходності може стати фактором, який зруйнує існуючий потенціал і суттєво послабить і без того слабкі конкурентні позиції.

Отже, формування ефективної вартісно-орієнтованої системи управління інвестиційною діяльністю потребує обґрунтування аналітичної моделі, яка б відповідала стратегічним завданням та передбачала розширення змісту і обсягу інформації, яка міститься у бухгалтерській звітності.

3. Орієнтація на відносні показники прибутковості інвестицій у прийнятті інвестиційних рішень.

Показники облікової рентабельності (бухгалтерської рентабельності) – ROI, ROCE, які залишаються основними індикаторами для інвесторів, є

досить дискусійними. Деякі аналітики ще в середині минулого століття говорили про їх нереалістичність, висловлювалась думка щодо некоректності порівняння за цим показником різних підприємств чи структурних підрозділів одного підприємства. Навіть аналіз динаміки цього показника є недостатньо інформативним [192]. Саме орієнтація на ці показники і порушує зворотний зв'язок у системі управління інвестиціями.

Крім того, показники ґрунтуються на даних звітності за минулі роки, не враховують вартість грошей у часі. Результати досліджень також свідчать про незначну їх кореляцію з вартістю акцій на ринку [76].

Івашковська І. наголошує, що показники рентабельності чи доходності не можуть бути основою стратегічних рішень, адже отримані на основі бухгалтерської звітності вони не містять оцінки ризику [75].

4. Недосконалість процедур інвестиційного планування та прогнозування.

Фактор обмеженого капітального бюджету є визначальним при включення інвестиційного проекту до портфеля компанії.

Аналіз підходів до формування інвестиційної політики зарубіжних машинобудівних підприємств для різних моделей корпоративного управління, що наведено у додатку А, та фрагмент якого представлено у таблиці 2.4, свідчить про багатофакторну детермінованість інвестиційної політики, однак ситуація дефіциту фінансових ресурсів, яка характерна сьогодні для більшості як зарубіжних, так і вітчизняних підприємств, обумовлює незначні обсяги капітальних інвестицій.

Як ми бачимо з таблиці 2.4 за більшістю параметрів, зокрема за метою інвестиційної діяльності, процедурою визначення інвестиційних пріоритетів, обґрунтуванняв періоду фінансування тощо актуальним є використання вартісного підходу – виникає потреба застосування вартісних показників оцінки, ранжування проектів. Угоди зі злиття та поглинання як правило оцінюються на основі показників вартості (стратегічної, ринкової).

Таблиця 2.4

Формування інвестиційної політики зарубіжних машинобудівних підприємств залежно від моделей корпоративного управління [124]

Типові ознаки процесу формування інвестиційної політики	Модель корпоративного управління		
	Модель внутрішнього контролю (сітьова орієнтація)	Модель зовнішнього контролю (ринкова орієнтація)	Змішана модель (ринково-сітьова орієнтація)
1. Ступінь спеціалізації підприємства	Спеціалізовані	Диверсифіковані	Спеціалізовані
2. Форма розроблення та прийняття інвестиційних рішень	Децентралізована	Централізована	Поєднання підходів
3. Рівень накопичень	Високий; зростання обсягів капіталовкладень	Низький; зниження обсягів інвестицій	Високий; зростання обсягів капіталовкладень
4. Мета інвестиційної діяльності	Зростання вартості підприємства у довгостроковій перспективі	Максимізація прибутку у короткостроковому періоді	Зростання вартості підприємства у довгостроковій перспективі
5. Основний спосіб розширення виробничих потужностей	Орієнтація на внутрішні ресурси підприємства із залученням позичкового капіталу	Злиття та поглинання	Орієнтація на внутрішні ресурси підприємства із залученням позичкового капіталу
6. Інвестиційні пріоритети	Визначається дочірніми підрозділами за принципом «знизу вгору»	Визначається групою фахівців при найвищому керівництві	Визначається групою фахівців при найвищому керівництві
7. Період фінансування	Довгостроковий	Короткостроковий	Довгостроковий
8. Методи визначення обсягів інвестиційних ресурсів	Кошторисний планування, бюджетування	Метод капітального бюджетування	Метод капітального бюджетування

У більшості зарубіжних компаній плановий рівень вкладень визначається на рівні розміру амортизаційних відрахувань [37], а обсяг заявок є досить суттєвим і формується на низових рівнях управління. Стосовно підприємств українського машинобудування рівень є значно нижчий, ніж потреби простого відтворення.

Деякі із заявок є вимушеними інвестиціями, для яких вимоги до рівня рентабельності відсутні. А з решти – у капітальній бюджет включаються, проекти з незначним розміром вкладень, адже, по-перше, їх простіше обґрунтувати для рівномірної схеми інвестування в умовах обмеженого

бюджету, по-друге, для таких проектів типовою є ситуація, коли рівень їх доходності вищий, ніж для більш масштабних проектів.

Отже, аналіз свідчить про необхідність чіткої класифікації інвестицій при реалізації ефективного вартісно-орієнтованого управління інвестиціями. На нашу думку, основним фактором, який необхідно враховувати при прийнятті рішення щодо включення інвестицій до інвестиційної програми, є характер їх впливу на зміну вартості. Є проекти, які суттєво і за обсягами, і за термінами впливають на вартість підприємства, а є невеликі проекти, які у більшості своїй можна вважати інвестиціями, що підтримують деякий створений рівень вартості. Наші пропозиції до класифікації наведено на рис. 2.4.

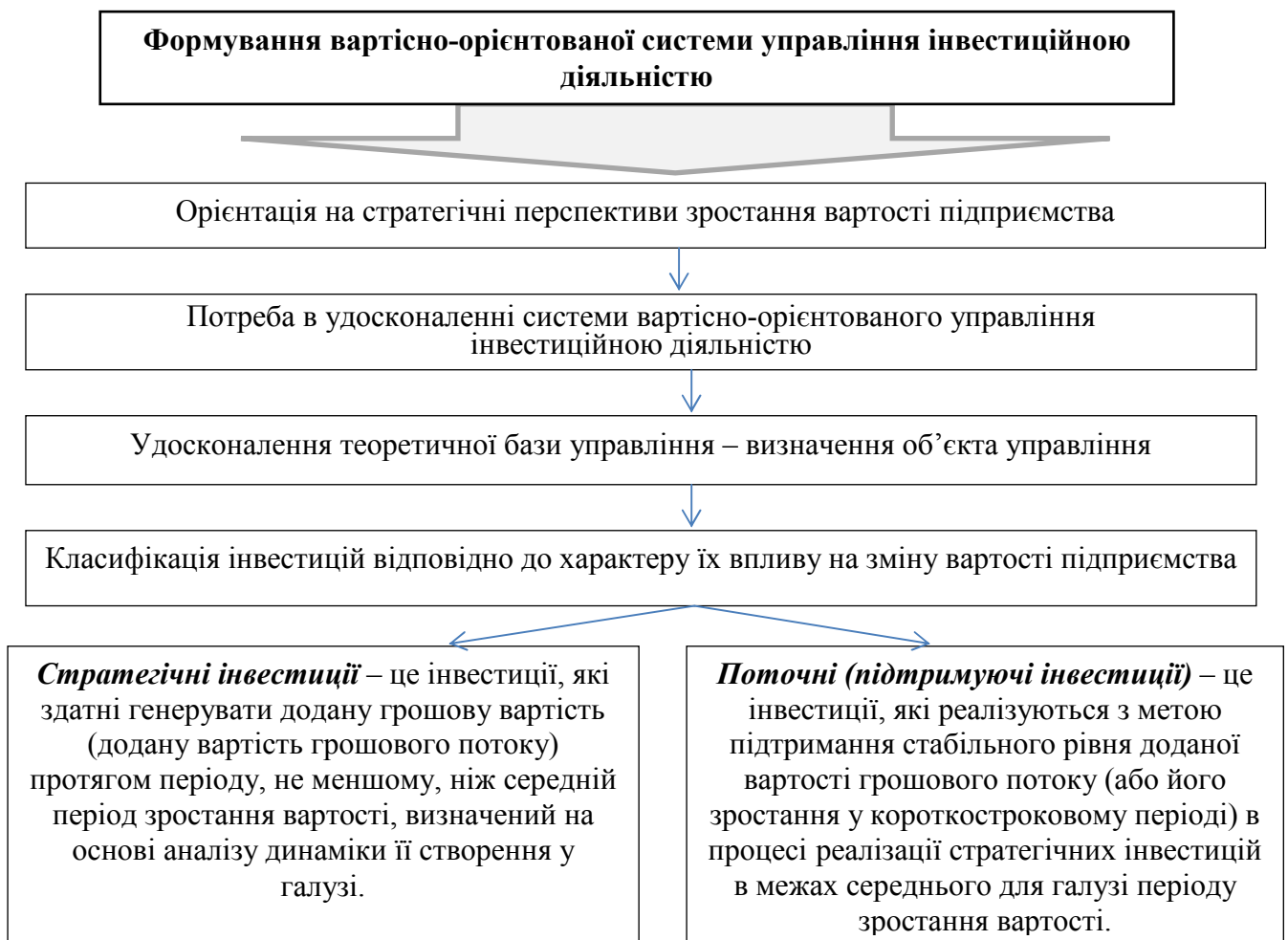


Рис. 2.4. Класифікація інвестицій за характером впливу на вартість підприємства

Оцінюючи такі проекти відповідно до методології дисконтування грошових потоків на основі критерію NPV менеджер не враховує того, що фактично отримане значення приведеної вартості характеризує лише збережену вартість. Орієнтація на такі проекти проводить до втрати у довгостроковій перспективі конкурентних позицій.

Проаналізувавши недоліки та проблеми, які характерні для управління інвестиційною діяльністю, вважаємо за необхідне визначити науково-методичні завдання, які треба вирішити в процесі формування системи вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю підприємства:

1. Розроблення процедури інвестиційного планування і прогнозування.
2. Використання вартісного підходу потребує обґрунтування вартісного критерію (системи критерії), які відповідає цілям і завданням стратегічного розвитку підприємства.
3. Удосконалення методів оцінки ефективності відповідно до потреб стратегічного управління, орієнтованого на створення вартості.
4. Обґрунтування методів структурної оптимізації інвестиційної програми з урахуванням стадій життєвого циклу технології, підприємства, створення вартості.

Основою будь-якої управлінської діяльності є принципи управління, які визначають основні умови, вимоги та обмеження здійснення впливу на об'єкт управління. Аналіз підходів різних авторів до формування теоретичних основ управління інвестиційною діяльністю підприємств, представлених у публікаціях [7; 8; 41; 48; 55; 153; 161], свідчить про досить широкий перелік принципів, які пропонується покласти в основу формування системи управління інвестиційною діяльністю підприємства. Деякі автори зосереджують увагу на стратегічних аспектах інвестиційної діяльності, відповідно розширюючи традиційні принципи, до яких відносять зокрема принцип «глобалізацій інвестиційних стратегій» [7], Інші [161]–ототожнюють принципи і функції управління, відносячи контроль за прийняттям управлінських рішень та стимулювання учасників

інвестиційного процесу до принципів, тоді як традиційно контроль та стимулювання (мотивація) визначаються як функції будь-якої управлінської діяльності.

На нашу думку, формування системи на засадах вартісно-орієнтованого управління вимагає включення до переліку принципів таких, які б відповідали загальній меті діяльності підприємства – збільшенню його вартості у довгостроковій перспективі. Ці принципи повинні визначати структуру інвестиційної програми, узгодженість проміжних завдань, критеріїв оцінки ефективності, контрольних заходів із загальною метою.

Узагальнивши різні підходи до визначення принципів управління інвестиційною діяльністю (додаток Б), ми пропонуємо сформулювати такий їх перелік:

1. пріоритетності створення вартості;
2. вартісної координованості;
3. наступності інвестиційних рішень;
4. неперервності;
5. гнучкості;
6. відповідності;
7. альтернативності;
8. ефективності.

Запропонований перелік (рис. 2.5) визначено ґрунтуючись на традиційних підходах, проте ми вважаємо необхідним доповнити його такими принципами як: «пріоритетності створення вартості», «вартісної координованості», а також «наступності інвестиційних рішень», оскільки, по-перше, вони відповідають теоретичним засадам VBM-підходу та концепції життєвого циклу, по-друге, дотримання цих принципів дозволить подолати зазначені вище недоліки управління інвестиційною діяльністю в сучасних умовах.

Принцип пріоритетності створення вартості означає, що в обґрунтуванні інвестиційних програм та проектів перевага має надаватися

тим рішенням, які дозволяють забезпечити перспективи стратегічного розвитку підприємства та у подальшому будуть виражені у створенні нової вартості.

З метою реалізації цього принципу ми пропонуємо сформуванню перелік пріоритетних напрямів інвестування, які відповідають інноваційному типу його розвитку, що забезпечить досягнення максимального стратегічного ефекту.

Під вартісною координованістю ми пропонуємо розуміти погодженість управлінських процедур, що здійснюються у процесі інвестиційного планування, реалізації проектів, мотивації менеджменту та контролю, яка забезпечується системою вартісних критеріїв оцінювання інвестиційних рішень, їх ранжування.

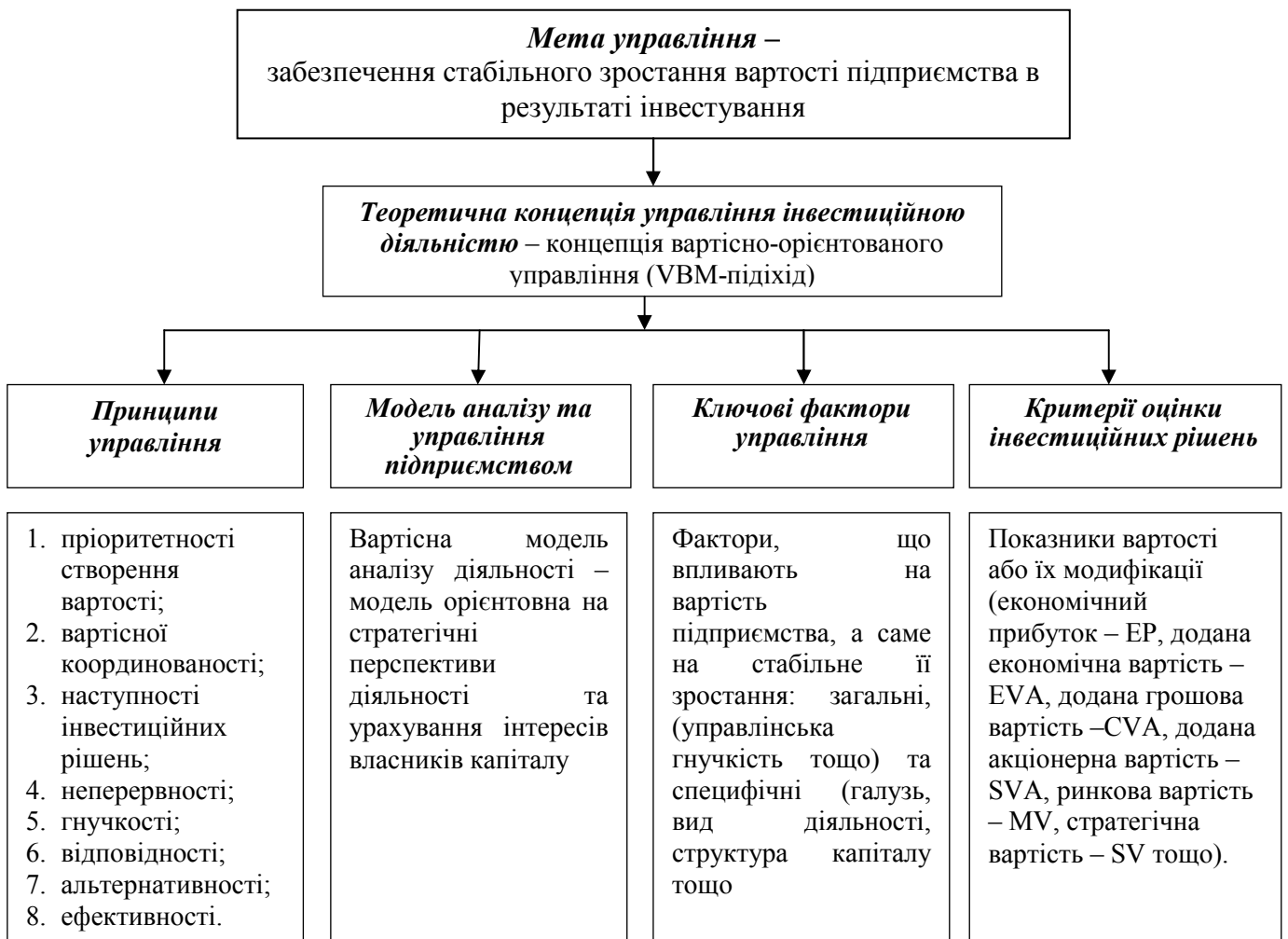


Рис. 2.5. Концептуальна схема вартісно-орієнтованої системи управління інвестиційною діяльністю підприємства

Організаційно вартісна координованість передбачає погодженість дій менеджменту на рівні окремих структурних підрозділів підприємства (материнської компанії та її дочірніх підприємств) у процесі інвестиційного планування, реалізації проектів, мотивації менеджменту інвестиційного аналізу та контролю, яка забезпечуються системою вартісних критеріїв оцінювання інвестиційних рішень.

Орієнтація на цей принцип передбачає збалансованість структури інвестицій відповідно до характеру їх впливу на зміну вартості підприємства у довгостроковій перспективі; погодженість вартісних критеріїв оцінки стратегічних і підтримуючих інвестицій; зв'язок між процедурами планування на всіх рівнях управління; можливість реагування на зміни у процесі реалізації проектів на основі моніторингу їх вартісних показників.

Принцип наступності інвестиційних рішень означає, що рішення стосовно конкретного проекту залежить від інвестицій, які були здійснені раніше, тобто реалізовані сьогодні стратегічні проекти визначають інвестиційні потреби наступних періодів. Дотримання цього принципу не виключає необхідності реалізації підтримуючих інвестицій та передбачає необхідність урахування при прийнятті рішення циклів розвитку техніки та технології, в які здійснюється інвестиція. Виникає доцільність побудови певних ланцюгів інвестиційних проектів ще на етапі прийняття рішення щодо стратегічного проекту. Така точка зору висловлювалася зокрема у роботах [37; 120].

Ми вважаємо, що для машинобудівних підприємств дотримання цього принципу є особливо актуальним, адже і розмір їх основного капіталу є значним, і період його відшкодування тривалим, та особливості операційної діяльності не дозволяють швидко переорієнтуватися на абсолютно нові технологічні рішення.

Важливо зауважити, що побудова системи управління інвестиційною діяльністю підприємства з урахуванням принципу наступності інвестиційних рішень повинна також орієнтуватися на життєвий цикл підприємства,

зокрема підсистему планування та прогнозування інвестиційної діяльності доцільно формувати з диференціацією не лише цілей діяльності для кожної стадії циклу, а і з показниками координації проектів за вартістю, термінами, рівнем гнучкості, що буде представлено у наступному розділі дисертаційної роботи.

Принцип неперервності означає нерозривність, пов'язаність у часі всіх управлінських процедур та функцій, зорієнтованість на отримання додаткової інформації щодо факторів, які можуть вплинути на ефективність інвестицій, необхідність постійного моніторингу та корегування управлінських рішень.

Принцип гнучкості висуває окремі вимоги до прийняття управлінських рішень. Процес управління розглядається як такий, що не просто припускає, але й вимагає певних корегувань відповідно до змін у зовнішньому середовищі, появи нової інформації стосовно стратегії, яка реалізується, тощо. Гнучкий менеджмент дозволяє адаптуватися підприємству, яке працює в умовах невизначеності. Введення цього принципу обумовлено, тим що на сучасному етапі управлінська наука основним завданням у розробленні стратегії визначає пошук для підприємства конкурентних переваг за рахунок адаптації до динамічної економіки [83].

Принцип відповідності орієнтує систему управління інвестиційною діяльністю відповідно до загальної цілі діяльності підприємства, вимагає її узгодження із функціональними стратегіями.

Принцип альтернативності передбачає розроблення альтернативних рішень щодо обсягу, структури інвестиційного портфеля, а також джерел та форм фінансування. Формою реалізації цього принципу в практиці стратегічного управління є сценарії, які розглядаються як засіб аналізу складного середовища, яке містить багато суттєвих та пов'язаних між собою тенденцій і подій [1]. Застосування сценарного підходу до планування дозволяє аналізувати та приймати рішення щодо інноваційних пропозицій, за

якими неможливо визначити показники-аналоги, та використати їх динаміку як основу для планування власних рішень.

Принцип ефективності означає таку побудову системи управління інвестиційною діяльністю, витрати на формування і функціонування якої не впливають на ефективність інвестиційної діяльності ні на рівні компанії в цілому, ні на рівні окремих структурних підрозділів, досягаючи при цьому максимального зростання вартості підприємства

Таблиця 2.5

Підходи до розуміння системи управління інвестиційною діяльністю підприємства

<i>Поняття</i>	<i>Визначення</i>
Система управління інвестиційною діяльністю підприємства [153]	взаємозалежна сукупність окремих елементів, які приймають участь в управлінні інвестиціями.
Система управління інвестиційною діяльністю[48]	система цілеспрямованих заходів, рішень і дій, що призводять до якісно нового стану промислового підприємства, що характеризується високою ефективністю.
Управління інвестиційною діяльністю підприємства [41]	система, яка забезпечує отримання конкретних результатів шляхом реалізації взаємоузгоджених управлінських процесів на базі комплексу моделей, інформаційних технологій і засобів підтримки.
Механізм управління інвестиційною діяльністю підприємства [41]	включає цілі управління; критерії управління – кількісне вираження цілей; фактори управління – елементи об'єкта управління і зв'язки між ними, на які здійснюється вплив для досягнення цілей; методи впливу на фактори управління; ресурси управління – матеріальні, фінансові, організаційний потенціал

На основі аналізу підходів до розуміння системи управління інвестиційною діяльністю підприємства, наведених у таблиці 2.5, теоретичної і методологічної бази вартісного підходу до управління та стратегічного управління ми пропонуємо структурувати систему управління інвестиційною діяльністю (рис. 2.6).

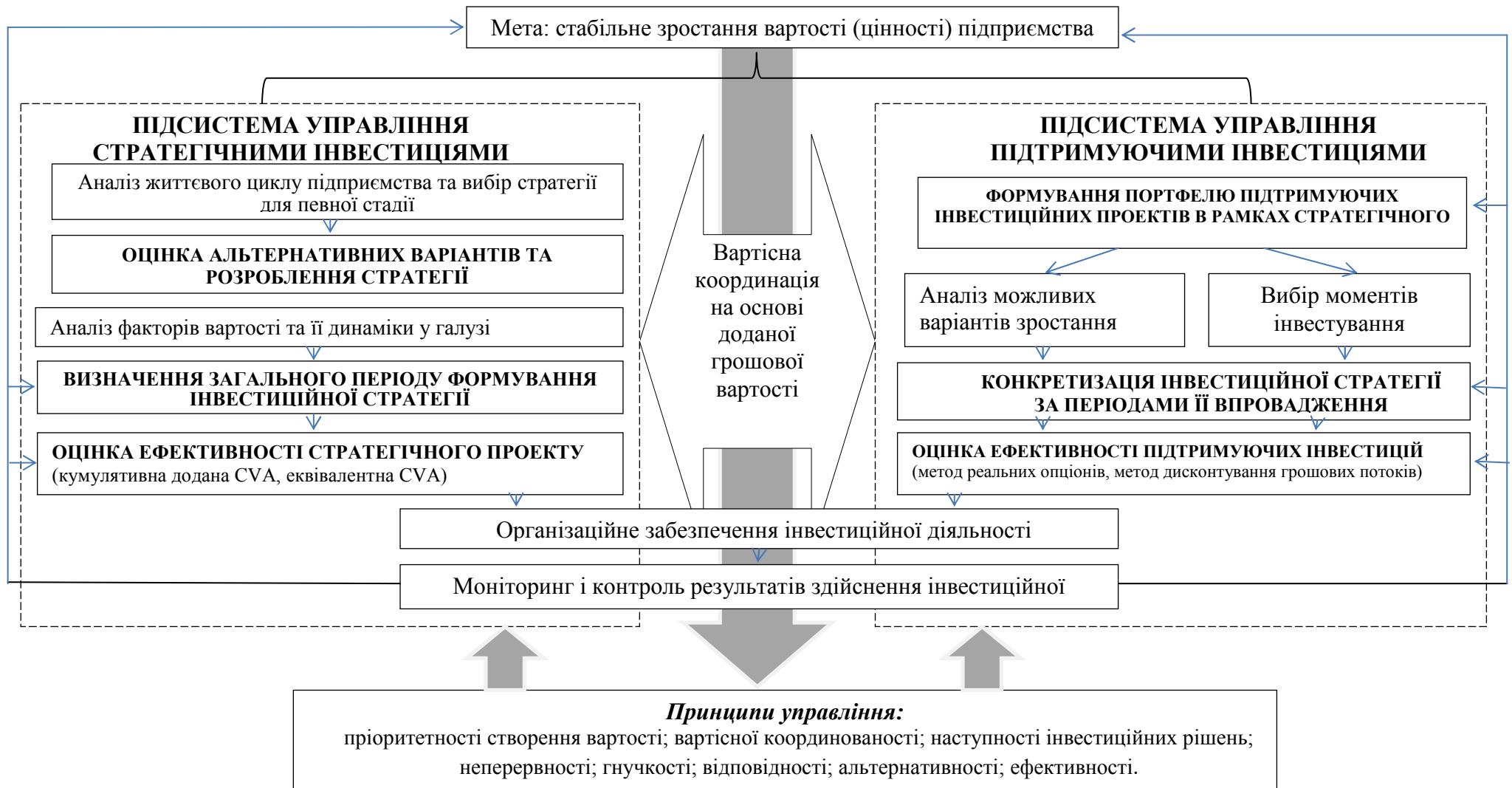


Рис. 2.6 Система вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю підприємства

Під системою вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю підприємства запропоновано розуміти сукупність пов'язаних принципів, методів та функцій управління, які визначають механізми реалізації інвестицій підприємства відповідно до загальної (основної) мети зростання вартості підприємства на основі вартісної координації управлінських рішень.

У вартісно-орієнтованій системі управління інвестиційною діяльністю доцільно виділяти два пов'язаних між собою об'єкти управління: стратегічні інвестиції та поточні інвестиції та включати дві підсистеми – підсистема управління стратегічними інвестиціями та підсистема управління підтримуючими інвестиціями. Між цими двома підсистемами має бути реалізований процес вартісної координації, що може бути реалізований за умови використання узгоджених процедур оцінювання стратегічних і поточних інвестиційних рішень. Реалізуючи вартісний підхід до управління інвестиціями, необхідно використовувати такі моделі оцінки, які відповідають, по-перше, фінансовій моделі аналізу, по-друге, передбачають можливість такого узгодження.

2.3 Обґрунтування критеріїв оцінки стратегічних інвестиційних рішень на основі удосконалення моделі доданої вартості грошового потоку

В межах запропонованої системи вартісно-орієнтованого управління ми пропонуємо процедуру інвестиційного планування здійснювати ґрунтуючись на принципі вартісної координації.

Як зазначалося у параграфі 2.2. дисертаційної роботи, вартісна координованість розглядається як погодженість управлінських процедур на основі системи вартісних критеріїв оцінювання і ранжування інвестиційних рішень, що здійснюються у процесі інвестиційного планування, реалізації

проектів, мотивації менеджменту, а також під час моніторингу та контролю за реалізацією інвестицій.

В обґрунтуванні таких вартісних критеріїв ми виходимо з концепції економічного прибутку, в межах якої запропонована модель грошової доданої вартості (Cash Value Added – CVA; зустрічаються й інші варіанти перекладу назви моделі: «доданої вартості потоку грошових коштів», «доданої вартості грошового потоку» [65; 66]). Сьогодні у фінансовому менеджменті розроблено і використовуються два підходи до визначення CVA як вартісного показника оцінки стратегічної ефективності інвестицій, що відрізняються між собою:

1. підхід Бостонської групи (Boston Consulting Group – BCG);
2. підхід, розроблений Е. Отгоссоном, Ф. Вайсенрідером [191, 196] (таблиця 2.6).

Таблиця 2.6

Підходи до визначення грошової доданої вартості CVA

Параметри моделі	Підхід Бостонської групи	Підхід Е. Отгоссона, Ф. Вайсенрідера
Параметри визначення для	CBI_j – чистий грошовий потік до сплати відсотків; NA_0 – початкова оцінка чистих активів; $WACC$ – середньозважена вартість капіталу	T – тривалість життєвого циклу стратегічних інвестицій; SI – розмір стратегічних інвестицій, які оцінюються; OCF – операційний грошовий потік; $OCFD$ – необхідний операційний грошовий потік.
Формула розрахунку	$CVA_j = CBI_j - NA_0 \cdot WACC$ (2.1)	$CVA_j = OCF_j - OCFD_j$ (2.4)
Особливість розрахунку вихідних даних для визначення CVA	Розрахунок показника CBI : $CBI_j = EBI_j + Dep_j - ED_j$ (2.2) EBI_j – чистий операційний прибуток, Dep_j – бухгалтерська амортизація ED_j – економічна амортизація: $ED_j = \frac{CFA_j \cdot WACC}{(1+WACC)^n - 1}$ (2.3) CFA_j – необоротні активи, які підлягають амортизації. n – термін служби активів.	Розрахунок показника OCF : $OCF = EBITDA \pm CA - MI$ (2.5) $EBITDA$ – операційний прибуток до вирахування амортизації, сплати відсотків та податку на прибуток; $\pm CA$ – зміни оборотного капіталу; MI – підтримуючі інвестиції. $OCFD = \frac{SI \cdot r}{1 - \frac{1}{(1+r)^T}}$ (2.6)

Основною перевагою цих підходів є їх відповідність фінансовій моделі аналізу (CVA є різновидом економічного прибутку, що дозволяє враховувати альтернативу, яка існує у інвестора). Проте вони мають суттєві відмінності, на яких ми зупинимося детально.

Принциповою відмінністю підходу Е. Оттоссона та Ф. Вайсенрідера є виокремлення абсолютного вартісного показника – операційного грошового потоку, необхідного для покриття суми стратегічних інвестицій (далі необхідний операційний грошовий потік) та розрахунок на його основі CVA-індексів. Це відносні показники, які можна вважати аналогами показників рентабельності інвестицій. Пропонується визначати два їх типи:

- CVA-індекс (CVA Index) за один період j (за один рік):

$$CVA\ Index_j = \frac{OCF_j}{OCFD_j} \quad (2.7)$$

- кумулятивний CVA-індекс (Cum.CVA Index), розрахований на основі сумарних показників дисконтованих операційних грошових потоків за період t , який не обов'язково дорівнює терміну життя інвестицій:

$$Cum.\ CVA\ Index_t = \frac{\sum_{i=1}^t OCF_i}{\sum_{i=1}^t OCFD_i} \quad (2.8)$$

Проаналізувавши обидва підходи за основними положеннями (таблиця (2.6), ми вважаємо, що підхід до визначення CVA, запропонований Е. Оттоссоном, Ф. Вайсенрідером має ряд переваг, а саме:

- 1) виділення необхідного грошового потоку. Ми розуміємо цей параметр як деяку мінімальну (бар'єрну, граничну) величину грошового потоку, що виступає своєрідним вартісним орієнтиром – з ним можна порівнювати значення прогнозних або ж фактичних

грошових потоків, відстежувати зміни, моделювати інші критерії оцінки ефективності, відносний рівень ризику за проектом;

- 2) величина необхідного грошового потоку визначається відповідно до концепції часової вартості грошей, що є сьогодні необхідною умовою оцінювання будь-яких рішень, особливо стратегічних.

Отже, за певних умов показник OCFD може стати дієвим параметром управління інвестиційними рішеннями, особливо стратегічними. Для більш глибокого розуміння CVA-моделі проведемо аналіз методології розрахунку необхідного грошового потоку.

Економічний зміст та призначення цього показника визначається виходячи із порівняння з механізмом амортизації, де об'єктом амортизації виступають стратегічні інвестиції, а сума необхідного операційного грошового потоку порівнюється із річною сумою амортизації [34; 65; 68]. Модель Бостонської групи також передбачає застосування показника економічної амортизації (таблиця 2.7) з тією різницею, що у останній економічна амортизація є величиною, на яку коригується чистий грошовий потік і яка визначається за методом амортизаційного фонду (методом Лур'є).

В основу ж розрахунку OCFD за моделлю Оттоссона-Вайсенрідера покладено метод ануїтету (накопиченого ануїтету).

Принциповим у цих методах амортизації є віднесення суми, що амортизується, до початкового моменту (у моделі Оттоссона-Вайсенрідера) чи до моменту закінчення всього терміну амортизації (модель бостонської групи). В результаті – вибір методу досить суттєво впливає на розмір річної норми амортизації, а у CVA-моделі відповідно і на величину необхідного грошового потоку. Із збільшенням ставки дисконтування при застосуванні методу ануїтету розмір річної норми амортизації (H_a) зростає значними темпами, що відображено на рисунку 2.7.

Порівняння положень моделей CVA

Параметр моделі	Модель Бостонської групи	Модель Е. Отгоссона, Ф. Вайсенрідера
Суть показника CVA	Чисті грошові потоки за вирахуванням витрат на капітал.	Розмір операційного грошового потоку, після покриття величини стратегічних інвестицій
Значення необхідного грошового потоку (мінімальне значення річного грошового потоку).	Окремо не виділяється	Виділяється як основний параметр операційний грошовий потік, необхідний для покриття суми стратегічних інвестицій (далі необхідний операційний грошовий потік).
Урахування економічної амортизації.	Виділена як окремий параметр моделі.	Явно не виділяється, однак по суті механізм її визначення закладено у розрахунок необхідного операційного грошового потоку.
Метод економічної амортизації.	Метод амортизаційного фонду (метод Лур'є)	Метод анuitету (накопиченого анuitету).
Ставка дисконтування.	Середньозважена вартість капіталу.	Ставка доходності, що відповідає доходності інвестицій з аналогічним рівнем ризику.
Показник прибутку, що використовується в розрахунках	Чистий операційний прибуток – ЕВІ	Операційний прибуток до вирахування бухгалтерської (облікової) амортизації, сплати відсотків та податку на прибуток – <i>EBITDA</i>

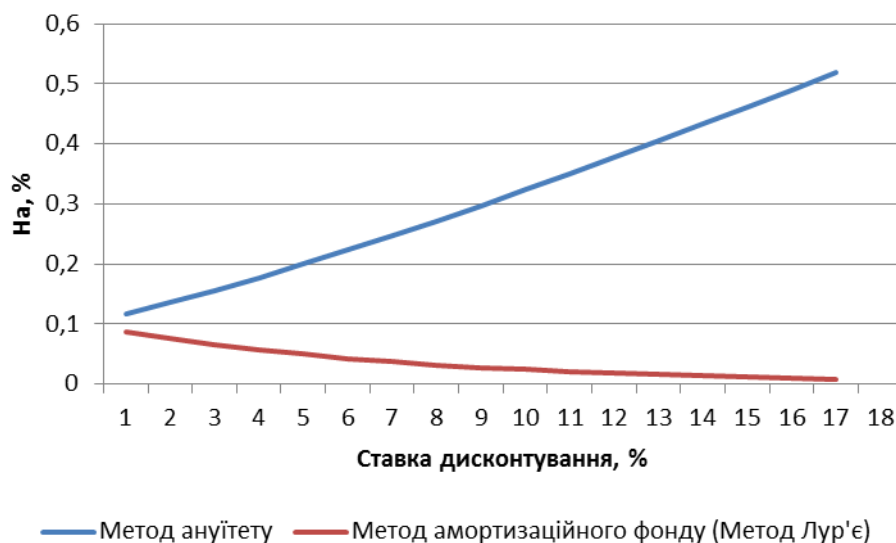


Рис. 2.7 Залежність норми амортизації від ставки дисконтування

Як видно з рисунку 2.7 при невеликих розмірах ставки дисконтування різниця у нормах амортизації, визначена за цими двома методами, є незначною, однак зростання ставки зумовлює значне зростання амортизаційної норми.

Отже, за такої методики розрахунку значення необхідного грошового потоку суттєво залежить від ставки дисконтування, яка в свою чергу – від рівня доходності та ризику можливої альтернативи. Тому, для підприємств, які працюють у високорозвинених економіках, з розвиненим ринком капіталу, де середньоринкова ставка доходності коливається у межах 3-5%, вибір методу амортизації не є досить суттєвим. Для економік, що характеризуються нестабільністю та динамічністю, мають високий рівень ризику, і як наслідок – суттєві коливання показників доходності, використання цього підходу обумовить відхилення (неприйняття) більшості проектів. Наприклад, використання ставки дисконтування на рівні 13% під час розрахунку необхідного грошового потоку обумовлює його значення на рівні майже 40% від суми стратегічних інвестицій. За таких вимог інвестиційні проекти, особливо стратегічні, не забезпечать створення достатнього рівня вартості, щоб відповідати вимогам моделі. Тому, застосування цієї моделі в умовах як вітчизняної економіки, так й інших, де ринок капіталів не сформувався у тому вигляді, у якому він існує в розвинених країнах, можливо лише за певних уточнень та коригувань. Крім того, у запропонованій моделі не враховується витрати на капітал (вартість капіталу), що фактично є обов'язковим елементом в існуючих підходах до вартісної оцінки підприємства відповідно до концепції вартісно-орієнтованого управління.

Отже, можна стверджувати, що модель оцінки доданої вартості грошового потоку (грошової доданої вартості) має ряд обмежень та недоліків теоретико-методичного характеру, які потрібно враховувати у практичному її використанні. Систематизація зауважень, які висловлювалися у наукових публікаціях [34; 66; 67; 152; 162; 179], та власні зауваження до моделі CVA наведено представлено у таблиці 2.7.

Обмеження та недоліки моделі CVA Оттоссона-Вайсенрідера

<i>Перелік</i>	<i>Суть обмеження чи недоліку</i>
1	2
Складність розрахунків	Аналіз ускладнюється із зростанням кількості стратегічних інвестицій у зв'язку з необхідністю поділу грошових доходів за окремою інвестицією та коригуванням даних бухгалтерської звітності.
Точність визначення прогнозованих грошових потоків	Модель містить традиційні для методів, що базуються на концепції DCF проблеми пов'язані із точністю визначення (суб'єктивним характером) прогнозних грошових потоків.
Відсутність чітких критеріїв поділу інвестицій на стратегічні та підтримуючі	Єдиною детермінантою класифікації інвестицій у моделі виступає роль та функції витрат, що здійснюються. Запропонований критерій поділу інвестицій – «створення/збереження вартості» не формалізований та не дає чіткого розмежування за типами інвестицій, що у свою чергу, негативно впливає на якість планування та контролю на підприємстві.
Модель не вирішує загальної проблеми взаємовідносин між рівнями управління компанії	Зберігаються проблема «принципал-агент» у відносинах між власниками та менеджментом в умовах невизначеності бізнес-середовища, асиметрії інформації, різного розуміння важливості завдань розвитку компанії рівнями управління компанії.
Орієнтація на єдиний показник ефективності	Прийняття показника грошових потоків фірми, як єдиного показника ефективності діяльності.
Необхідність формулювання додаткових умов для прийняття декількох проектів	OCFD не може бути критерієм прийняття рішення, CVA та CVAIndex не можуть виконувати функцію бар'єрних коефіцієнтів
Некоректність розрахунку операційних грошових потоків як показників ефекту (економічного прибутку)	Розмір операційних грошових потоків не можна вважати аналогом економічного прибутку, адже вони включають грошові суми, які підлягають обов'язковому поверненню (відсотки, податок на прибуток)
Невизначеність термінів, за які здійснюється аналіз по CVA	Модель припускає проведення оцінки зростання вартості за період, відмінний від терміну життя проекту, проте не дає чітких рекомендацій стосовного його вибору. Тому з метою забезпечення коректності у порівнянні OCFD та OCF необхідно визначитись з критерієм, за яким обирається період.
Необґрунтованість економічного терміну життя стратегічних інвестицій	Тривалість економічного терміну життя стратегічних інвестицій (економічного циклу) в моделі встановлюється (задається), хоча він може бути розрахований відповідно до об'єктивних

Продовження таблиці 2.7

1	2
Урахування витрат на капітал	Явно не враховує витрати на капітал, які мають суттєвий вплив при оцінюванні саме доданої вартості і в
Урахування галузевих особливостей	Не дає можливості враховувати галузеві особливості в оцінці доданої вартості грошового потоку;
Вимоги до проекту	Висуває занадто жорсткі вимоги до розрахунку необхідного грошового потоку (який можна розглядати за аналогією нормального прибутку);

Ми пропонуємо ряд удосконалень, які, на нашу думку, дозволять подолати деякі недоліки та підвищити обґрунтованість оцінок та інвестиційних рішень на основі CVA:

1. Удосконалити порядок розрахунку необхідного операційного грошового потоку.
2. Визначити критерій ефективності стратегічних інвестицій на основі CVA-моделі, що дозволить координувати рішення щодо реалізації стратегічних та підтримуючих інвестицій.
3. Обґрунтувати тривалість періоду, за який здійснюються розрахунки, з урахуванням конкурентних переваг, які створюються в результаті інвестування.

Удосконалення розрахунку необхідного грошового потоку.

Перед тим, як викласти власні пропозиції, зупинимось на вже існуючих підходах щодо удосконалення моделі, а саме на підході, запропонованому російським вченим А. Запорожським, який сам автор назвав «модифікована модель доданої вартості потоку грошових коштів» (Modified Cash Value Added – MCVA).

Основним положенням, яке пропонується удосконалити у моделі MCVA, є підхід до визначення необхідного грошового потоку – А. Запоржській [66; 67], розуміючи занадто завищені вимоги до ефективності інвестицій, які висуваються при застосування методу накопиченого ануїтету при розрахунку OCFD, обґрунтовує модифікацію моделі саме на основі

удосконалення цього показника. З цією метою визначається додатковий параметр:

$$\lambda = \frac{SI}{PV_{OCF}} \quad (2.9)$$

де λ – коригувальний коефіцієнт;

SI – сума стратегічних інвестицій, гр.од.;

PV_{OCF} – поточна приведена вартість очікуваних операційних потоків грошових коштів, гр. од.

Тоді розрахунок необхідного грошового потоку має вигляд:

$$OCFD'_t = \lambda \cdot E(OCF_t) \quad (2.10)$$

де $OCFD'_t$ – скоригований необхідний операційний потік грошових коштів, гр.од. ;

λ – коригувальний коефіцієнт;

$E(OCF_t)$ – фактичний операційний потік грошових коштів у період t , гр.од.

Крім того, модифікована модель містить ряд положень, які є відмінними від базової CVA-моделі:

1. Визначення приведена вартість очікуваних операційних потоків грошових коштів

$$PV_{OCF} = \sum_{t=1}^T \frac{E(OCF_t)}{(1+R)^t} \quad (2.11)$$

де PV_{OCF} – поточна приведена вартість очікуваних операційних потоків грошових коштів, гр.од.;

$E(OCF_t)$ – очікувані операційні потоки грошових коштів, гр.од.;

R – відсоткова (прибуткова) ставка до сплати податків;

T – строк економічного життя (існування) інвестицій, років.

Як видно з формули визначення показника відбувається за весь період реалізації (економічного життя інвестицій):

$$MCVA = OCF - OCFD'_t \quad (2.12)$$

де **MCVA** – модифікований показник доданої вартості грошового потоку, гр.од.

$$Cum.MCVA_t = \sum_{i=1}^t PV(OCF_t) - \sum_{i=1}^t PV(OCFD'_t) \quad (2.13)$$

де **Cum.MCVA_t** – кумулятивна додана вартість грошового потоку, гр.од.

$$Cum.MCVAIndex_t = \frac{\sum_{i=1}^t PV(OCF_t)}{\sum_{i=1}^t PV(OCFD'_t)} \quad (2.14)$$

де **Cum.MCVAIndex_t** – індекс кумулятивної доданої вартості грошового потоку.

$$RV'_t = MCVAIndex^E \cdot \sum_{i=t+1}^T PV(OCFD'_i) \quad (2.15)$$

де **MCVAIndex^E** – очікуваний майбутній **MCVAIndex** ;

PV(OCFD'_i) – приведена вартість необхідних операційних грошових потоків, що залишились станом на момент t , гр. од.

$$RRV_t = \sum_{i=t+1}^T PV(OCFD'_i) - \sum_{i=1}^t PV(CVA_i) = SI - \sum_{i=1}^t PV(OCF_i) \quad (2.16)$$

де **RRV** – необхідна залишкова економічна вартість, гр.од.

Очевидно, що ключовою відмінністю між базовою та модифікованою моделлю є розрахунок необхідного грошового потоку, за останній залежить від розміру очікуваного грошового потоку проекту.

Ще раз підкреслюючи необхідність удосконалення саме методичного підходу до визначення *OCFD*, ми вважаємо, що запропонована модифікація є не зовсім коректною, адже показник *OCFD*, який в базовій моделі Оттоссона-Вайсенрідера вводився як певна нормативна, мінімально прийнятна величина, що залежить передусім від рівня альтернативної доходності (тобто об'єктивного зовнішнього фактору), фактично розглядається як функція очікуваного операційного грошового потоку – $OCFD = f(OCF)$.

Модифікована модель *SVA* передбачає, що очікуваний і необхідний грошовий потік повинні співвідноситися між собою так, як приведена вартість операційних грошових потоків і сума інвестицій відповідно. Тобто необхідний операційний грошовий потік за такого підходу втрачає значення об'єктивного бар'єрного рівня вартості, яка повинна створюватися в результаті інвестицій. За логікою *MCVA* необхідний грошовий потік визначається внутрішніми параметрами проекту, за виключенням урахування у розрахунках альтернативної доходності шляхом процедури дисконтування.

Ми вважаємо, що цей показник є об'єктивним, і його розмір повинен визначатися зовнішніми факторами, адже по суті він є аналогом нормального прибутку, рівень якого залежить від умов, що склалися на ринку: структури галузі, рівня доходності підприємств, вартості та структури капіталу тощо.

Отже, методика визначення показника необхідного грошового потоку повинна враховувати той факт, що його рівень є певним вартісним орієнтиром для інвестора в оцінці існуючої у нього альтернативи запропонованому стратегічному рішенню. На нашу думку у визначенні цього орієнтира потрібно виходити із розуміння конкурентних переваг, що має підприємство. Тим більше, що сьогодні концепція конкурентних переваг галузей та фірм, запропонована М. Портером знайшла своє продовження у концепції акціонерної вартості А. Раппапорта, визначаючи основним

завданням передусім фінансових менеджерів досягнення конкурентних переваг та підтримання їх стабільності у порівнянні з конкурентами на основі вартісних індикаторів управління підприємством.

Визначаючи необхідний грошовий потік як мінімальну суму, необхідну для покриття стратегічних інвестицій, треба орієнтуватися на процеси, що відбуваються в галузі і в економічному середовищі в цілому. Тобто необхідний розмір грошового потоку залежить від умов середовища, в якому працює підприємство: динаміки грошових потоків галузі, вартості та структури капіталу, розподілу ринку тощо.

Тому ми вважаємо більш доцільним визначати розмір скорегованого необхідного грошового потоку ($OCFD_{cor}$) як суму двох складових: деякого мінімального рівня грошового потоку, необхідного для покриття інвестицій – OCF_{min} та витрат на капітал, який залучається на реалізацію проекту, – CC :

$$OCFD_{cor} = OCF_{min} + CC \quad (2.17)$$

В обґрунтуванні розміру першої складової потрібно враховувати, що, об'єктом оцінювання є стратегічні інвестиції, і застосовувати техніку дисконтування грошових потоків треба розуміючи її певну обмеженість для тривалих періодів оцінки. Тому необхідно ґрунтовно підходи до методу його визначення.

Ми пропонуємо два способи розрахунку OCF_{min} – деталізований та спрощений, кожен з яких має власні переваги і обмеження, проте може застосовуватися залежно від того, інформацією якої точності володіє підприємство, наскільки принциповими є детальні розрахунки, адже їх проведення потребує більше коштів і часу проведення.

Деталізовану оцінку OCF_{min} доцільно проводити, ґрунтуючись на статистичному аналізі реальної динаміки інвестицій в галузі (економіці) та їх доходності. З цією метою ми пропонуємо використовувати функції дожиття,

які узагальнено характеризують динаміку інвестиційних процесів, їх детальна характеристика наведена у [159].

Такий розрахунок є більш коректним, але більш громіздким і складним. Тому ми вважаємо доцільним застосовувати спрощений порядок розрахунку мінімального рівня грошового потоку, який базується на запропонованому авторами базової моделі механізмі амортизації інвестицій. Однак на відміну від базової моделі використовувати метод Лур'є. На нашу думку його застосування є більш обґрунтованим, оскільки він більшою мірою враховує принцип різної вартості грошей у часі та можливість альтернативного використання грошових потоків протягом економічного терміну життя інвестицій. Такий метод розрахунку передбачає, що сума стратегічних інвестицій повинна бути повернена у вигляді деякого нормального розміру щорічного операційного грошового потоку на кінець розрахункового періоду, що повністю відповідає ідеї визначення саме *доданої* грошової вартості як суми, що отримується після компенсації початкових інвестицій.

Отже, формула для розрахунку мінімального операційного грошового потоку має вигляд:

$$OCF_{\min} = \frac{SI \times i}{(1+i)^{P_{ек}} - 1} \quad (2.18)$$

де OCF_{\min} – мінімальний операційний грошовий потік, грош. од./рік;

SI – сума стратегічних інвестицій підприємства, грош. од.;

i – безризикова ставка доходності;

$P_{ек}$ – економічний період життя стратегічних інвестицій, роки.

У випадках, коли цей період є досить тривалим, тобто таким, в межах якого неможливо прогнозувати вартісні параметри проекту з певним рівнем надійності, обґрунтовується економічний період розрахунку. Логіка такого підходу ґрунтується також на тому, що в дійсності стратегічні інвестиції формують доданий грошовий потік (створюють вартість) не протягом усього

періоду реалізації, а лише в межах якогось середнього для кожного виду діяльності періоду, який визначається як період конкурентних переваг. Більш детально цей показник буде розглянуто нами нижче.

Розмір витрат на капітал традиційно визначають на основі показника середньозваженої вартості капіталу WACC. Тобто витрати на капітал визначаються як:

$$CC = SI \cdot WACC, \quad (2.19)$$

Визначення середньозваженої вартості капіталу для оцінки стратегічних інвестицій також потребує пояснень. Більшість науковців схиляються до думки, що для розрахунку WACC необхідно керуватися не структурою та вартістю капіталу конкретного підприємства, для якого здійснюється оцінка, а показниками середньоринковими або середньогалузевими. Причому це стосується як оцінки вартості підприємства на певний момент часу, так і інвестиційних рішень та їх впливу на зростання вартості. Ми погоджуємося з таким підходом, оскільки у випадку оцінки ефективності інвестицій взагалі та доданої вартості грошового потоку зокрема мова йде про прогнозні дані щодо вартості капіталу, які мають бути включені в модель оцінки. Отже, логічно припустити, що для конкретного підприємства структура капіталу та його вартість буде мати тенденцію наближення до середньогалузевого значення.

Однак за такого підходу виникає проблема можливої зміни тенденцій та їх урахування, адже період реалізації стратегічних інвестицій може бути досить тривалим. У цьому випадку в оцінку стратегічної ефективності доцільно включити статистичний аналіз динаміки показника WACC за достатньо тривалий часовий період, що дасть можливість більш обґрунтованого визначення витрат на капітал, а отже, і рівня грошової доданої вартості.

Одним із недоліків CVA-моделі (таблиця 2.7) є необхідність формулювання додаткових умов для прийняття декількох проектів і

загальний недолік щодо інформативності CVA-індексів. З наведених вище формул видно, що єдиного критерію стратегічної ефективності інвестицій модель не пропонує – річні CVA-індексів не є інтегральними і показовими, і не можуть бути застосовані у якості загального критерію, або критерію за яким може проводитися порівняння проектів.

Стосовно розрахунку кумулятивного CVA виникає проблема періоду його розрахунку, про що зазначалося вище. Обґрунтування науково-методичного підходу до визначення економічного періоду розрахунку буде наведено нами у наступному параграфі дисертаційної роботи.

Тому враховуючи наявність у моделі необхідного грошового потоку як бар'єрного рівня вартості у річному вимірі ми пропонуємо розширити аналітичний апарат моделі доданої вартості грошового потоку шляхом розрахунку додаткового показника оцінки – еквівалентної доданої грошової вартості – *ECVA* (визначається у річному вимірі), який поряд із кумулятивним значенням *CVA* дозволить проводити оцінку стратегічної ефективності інвестицій.

Розрахунок *ECVA* ми пропонуємо проводити на основі обчислення показника ануалізованого операційного грошового потоку, під яким розуміється розмір приведених операційних грошових потоків у річному еквіваленті (річному вимірі):

$$AOCF = \frac{PV_{OCF} \times k}{1 - (1 + k)^{-P_{ek}}}, \quad (2.20)$$

де *AOCF* – ануалізований операційний грошовий потік, грош. од./рік;

PV_{OCF} – розмір приведених операційних грошових потоків проекту, грош. од.;

P_{ek} – економічний період життя стратегічних інвестицій, роки;

k – ставка доходності, що відповідає доходності інвестицій з аналогічним рівнем ризику.

Запропонований показник визначає розмір рівновеликого за роками операційного грошового потоку (ануїтету), необхідного для отримання тієї ж суми приведеної вартості операційних потоків, що забезпечує проект з нерівномірним графіком потоків (потік, еквівалентний загальному розміру ефекту, визначеному на основі операційних грошових потоків – OCF).

Тоді розрахунок еквівалентного *ECVA* має вигляд:

$$ECVA = AOCF - OCFD_{cor}, \quad (2.21)$$

Запропонований показник може використовуватися як критерій порівняння і відбору проектів, що відрізняються тривалістю життєвих циклів. У такий спосіб може бути вирішено завдання обґрунтованості вибору серед декількох ефективних стратегічних проектів, що мають різний термін життя.

Перелік управлінських завдань у сфері інвестування є досить широким, і як правило перед менеджментом постає проблема обґрунтування, які саме проекти необхідно включати до інвестиційної програми, як формувати графік їх реалізації (можливість послідовної реалізації), порівнювати проекти, що відрізняються за тривалістю життєвих циклів, оптимізувати набір проектів в умовах обмеженого бюджету тощо. В результаті удосконалення базової моделі оцінки доданої вартості грошового потоку отримано критерій оцінки не лише абсолютної прийнятності (ефективності) інвестицій, а й порівняльної. Проте основне призначення цього показника в управлінні інвестиційною діяльністю підприємства на основі вартісного підходу полягає у визначенні параметрів вартісної координації рішень при реалізації процедур стратегічного і поточного планування інвестиційної діяльності, науково-методичні підходи до визначення таких процедур будуть викладені а наступному розділі роботи.

Ще одним призначенням показника *ECVA* в управлінні інвестиційною діяльністю є то, що на його основі може бути розраховано рівень стійкості створення вартості. Стійкість ми розуміємо як ступінь перевищення

аннуалізованої (річної) доданої вартості грошового потоку над розміром необхідного грошового потоку:

$$l_{st} = \frac{ECVA}{OCFD_{cor}}, \quad (2.22)$$

Де l_{st} – рівень стійкості зростання вартості, який має стратегічний інвестиційний проект.

Науково-методичний підхід до формування вартісно-орієнтованої системи управління інвестиційною діяльністю підприємства, реалізоване на основі удосконалення моделі доданої вартості грошового потоку (грошової доданої вартості), дозволяє створити аналітичну базу управління інвестиціями підприємства на основі показників, які характеризують зростання його вартості. За рахунок запропонованих удосконалень розширяє можливості для ефективного управління інвестиційними рішеннями підприємств у сучасних умовах.

Узагальнене порівняння положень базової *CVA*-моделі і запропонованих удосконалень наведено у додатку В.

В методології управлінні на основі вартості крім вартісних показників, які є основними критеріями прийняття рішень, важливу роль також відіграють і часові параметри. Вони або виступають як необхідні складові процедури оцінки вартісних показників, або є самостійними критеріями ефективності інвестицій.

В межах запропонованої моделі термін життя інвестицій є важливим параметром, і суттєво впливає на результати оцінки, оскільки від його значення залежить безпосередньо розмір необхідного грошового потоку. Проте довільне прийняття тривалості розрахункового періоду визначається як один із недоліків моделі *CVA* Отгоссона-Вайсенрідера (таблиця 2.8).

Методологія дисконтування грошових потоків передбачає, що розрахунок здійснюється за весь період реалізації – життєвий цикл проекту. Проте досить часто висловлюються зауваження щодо необґрунтованості

такого підходу, особливо це стосується проектів із тривалими термінами реалізації.

Визначення планового періоду розрахунків є завданням, яке давно поставлено в межах VBM-підходу, і зараз продовжуються дослідження щодо його розв'язання [175; 177; 181; 184]. Ми пропонуємо визначення показника планового періоду розрахунків (горизонту розрахунків, періоду економічного життя інвестицій) розглядати як варіант вирішення завдання оцінки тривалості періоду конкурентних переваг підприємства, що характерний для процесів інвестування.

У сучасних умовах посилення конкуренції за ресурси, споживача, інвестиційний капітал дослідження конкурентоздатності підприємства, окремих її аспектів є актуальним наукових завданням, яке диктується практичною потребою формування ефективних механізмів управління підприємством. Особливо актуальним є це завдання для підприємств машинобудування, адже темпи розроблення і впровадження технологічних інновацій суттєво скорочують терміни використання промислової продукції, а значить – висувають нові вимоги до управління власними конкурентними перевагами. У цьому контексті постає питання їх оцінки.

Пропонується широкий перелік підходів, орієнтованих зокрема на оцінку рівня конкурентоспроможності продукції, рівня інноваційної діяльності підприємства, стратегій просування продукції тощо [91]. Відповідно серед факторів конкурентних переваг виділяється досить велика кількість: виробничі витрати, якість та асортимент продукції, рівень менеджменту, маркетингові переваги тощо. Проте, якщо мова йде про створення стратегічних конкурентних переваг, об'єктивно постає необхідність оцінки інвестиційної діяльності, її впливу на вартість підприємства у довгостроковій перспективі.

Власне конкурентні переваги підприємства розглядаються як певні характеристики чи властивості діяльності підприємства, які забезпечують

наявність певної ексклюзивної цінності, що дає йому переваги перед конкурентами [106].

В термінах вартісно-орієнтованого управління підприємством конкурентна перевага як правило визначається як перевищення прибутковості інвестицій підприємства (особливо стратегічних) над витратами на капітал, що залучається для їх реалізації, виражені значенням середньозваженої вартості капіталу – WACC. Тобто вважається, що всі чинники, які так чи інакше формують перевагу над конкурентами, повинні втілюватися у зростанні вартості підприємства. Стабільність створення вартості може розглядатися в двох вимірах:

- вартісному – обсяг економічного прибутку, який може отримувати компанія;
- часовому – період, протягом якого підприємство буде генерувати додаткові доходи.

Нескінченний період створення вартості, який часто використовується в процесі оцінки показників вартості підприємства, є досить грубим припущенням, оскільки реально існувати не може, адже конкуренція і перетікання капіталу вирівнює прибутки та витрати на капітал. Отже, інвестори, вкладаючи кошти, обов'язково повинні враховувати термін часу, протягом якого буде створюватись майбутня вартість як перевага над конкурентами. Період, протягом якого зберігається така перевага називають «період конкурентних переваг» або «термін збереження конкурентних переваг» – *competitive advantage period* – CAP. Західні автори визначають його як часове вікно, протягом якого фірми генерують прибутки, що перевищують витрати на капітал [187].

Підхід до формалізації періоду конкурентних переваг був запропонований М. Міллером та Ф. Модільяні, які охарактеризували вартість фірми як функцію від «стійкості» доходів, що забезпечуються наявними активами та можливістю отримання додаткових доходів протягом періоду конкурентних переваг :

$$CAP = \frac{(V \times WACC - NOPAT)(1 + WACC)}{IC(ROIC - WACC)} \quad (2.23)$$

де CAP – період конкурентних переваг, роки;

NOPAT – чистий річний операційних доход після сплати податків грош. од/рік;

WACC – середньозважена вартість капіталу, %;

IC – нові інвестиції у річному вимірі (annualized investment), грош. од/рік;

ROIC – ставка прибутковості інвестованого капіталу, %;

V – вартість підприємства, грош. од.

Цей підхід до визначення CAP базується на припущеннях, що обмежують його використання на практиці, але він ілюструє, яким чином CAP інтегрується у концепцію створення вартості. CAP компанії визначається великою кількістю факторів як зовнішнього, так і внутрішнього характеру, що визначають його тривалість, зокрема спеціалізацією компанії, структурою галузі, управлінськими стратегіями, конкурентною позицією компанії в галузі тощо. Так CAP для ринку цінних паперів США в середньому оцінується у 10-15 років. При цьому CAP окремих компаній варіює від 2 до 20 років. Як правило компанії з невеликою кількістю підрозділів та філій мають коротший CAP, порівняно з компаніями з великою кількістю підрозділів [188].

Запропоновано виділяти 2 групи факторів, які впливають на CAP: фактори діяльності самого підприємства, що забезпечують більшу прибутковість інвестованого капіталу (ROIC), динаміка розвитку галузі, швидкість зміни її структури [172; 188]. Отже, виникає необхідність дослідження конкурентоспроможності у динаміці. Використання часового показника як характеристики конкурентних переваг підприємства дозволяє:

- прогнозувати динаміку грошових потоків;

- узгоджувати поточні та стратегічні інвестиційні рішення в межах єдиного часового горизонту;
- застосовувати для оцінки ефективності інвестицій у якості часового орієнтира для окупності проектів;
- проводити оцінку вартості підприємства за обґрунтований період збереження конкурентних переваг.

Як було сказано вище, процедура визначення доданої грошової вартості зорієнтована на оцінку розміру вартості, отриману понад деякий нормальний рівень. Ми припускаємо, що середній період збереження тенденцій зростання вартості для окремого підприємства буде наближатися до тривалості періоду, протягом якого в галузі, будуть спостерігатися відповідні тенденції. Тобто аналізуючи ряд показників, які можуть бути прийняті як такі, що характеризують динаміку вартості в галузі, можна виявити часовий відрізок, на якому зростаючі тенденції відповідних показників змінюють тенденцію на протилежну.

Для оцінки тривалості цього періоду, який ми визначаємо як період економічного життя стратегічних інвестицій (періоду прогнозних розрахунків), ми пропонуємо використовувати метод нормованого розмаху – метод Хьорста. Цей метод використовується для аналізу часових рядів, передбачає можливість класифікації процесів, які протікають у часі на випадкові, детерміновані чи хаотично детерміновані [20; 68; 108]. Його особливістю є можливість на всій тривалості часового ряду визначити так звані точки перелому ряду – моменти зміни характеру процесу, який досліджується.

В алгоритмі розрахунку показника Хьорста для оцінки тривалості розрахункового періоду ми пропонуємо використовувати показники доходності інвестицій в галузі – *ROI* та середньозважену вартість капіталу – *WACC*, розраховану для галузі. Різниця цих показників дозволить скласти уявлення про динаміку процесів створення вартості у конкретній галузі. В таких оцінках важливим є саме галузевий аспект, адже різні темпи розвитку,

специфіка галузі, можливості входження тощо суттєво впливають на переваги, які виникають у підприємства перед конкурентами в результаті стратегічного інвестування.

Показник, на основі якого ми пропонуємо проводити оцінку періоду прогнозних розрахунків (P_{ec}) – це різниця між розміром доходності інвестицій та середньозваженою вартістю капіталу – D_t , оскільки, як зазначалося вище, саме цей показник відображає конкурентну перевагу підприємства:

$$D_t = ROI_t - WACC_t \quad (2.24)$$

Проте враховуючи, що мова йде про період розрахунків ефективності інвестицій, в аналізі часового ряду ми пропонуємо також враховувати розмір інвестованого капіталу:

$$EP_t = D_t \times IC_t \quad (2.25)$$

де EP_t – економічний прибуток, тис.грн.;

IC_t – інвестований капітал у підприємства галузі, тис.грн.

У цьому випадку дотримуються вимоги вартісного підходу, оскільки запропонований показник досить часто розглядається як економічний прибуток.

Опишемо алгоритм визначення показника Хьорста для визначеної задачі.

Для кожного обраного періоду N (змінюється від 2 до тривалості часового ряду) за який досліджується динаміка показника EP_i визначається середнє значення \overline{EP}_N та розраховується відхилення від нього для кожного EP_i :

$$EP_{t,N} = \sum_{i=1}^t (EP_i - \overline{EP}_N) \quad (2.26)$$

Отримавши $N-1$ значень $EP_{t,N}$, знаходимо розмах відхилення :

$$R = EP_{t,N}^{\max} - EP_{t,N}^{\min} \quad (2.27)$$

де $EP_{t,N}^{\max}$ – максимальне значення відхилення EP_i від середнього;
 $EP_{t,N}^{\min}$ – мінімальне значення відхилення EP_i від середнього.

Нормуємо отриманий розмах шляхом ділення на стандартне відхилення S , яке розраховується для N значень показника EP_i (R/S).

Показник Хьорста (H) знаходимо за формулою:

$$H = \frac{\log\left(\frac{R}{S}\right)}{\log(aN)}, \quad (2.28)$$

Тобто будується функція $\log(R/S)$ від $\log(N)$, апроксимується до прямої, тангенс кута нахилу якої і є показником Хьорста.

Величина показника Хьорста характеризує відношення сили тренду (детермінованого фактора) до рівня шуму (випадкового фактора) [20]. Значення показника Хьорста рівне 0,5 свідчить, що аналізований ряд є абсолютно випадковим, $H > 0,5$ та наближення показника до одиниці свідчить про його детермінованість, у випадку $H < 0,5$ процес характеризується як антиперсистентний, тобто, такий для якого характерна зміна тенденцій відносно попереднього періоду.

У нашому дослідженні використання результатів аналізу часового ряду на основі показника Хьорста обумовлене саме можливістю виявлення моментів, між якими відбувається зміна тенденцій у динаміці показника для визначення тривалості періоду економічного життя стратегічних інвестицій.

Аналізуючи динаміку конкурентних переваг, ми пропонуємо застосовувати процедуру вартісної координації стратегічних і поточних (оперативних) рішень, науково-методичні підходи по проведенню якої будуть викладені нами у наступному розділі дисертаційної роботи.

Висновки до розділу 2

1. Аналіз підходів до визначення місця і ролі управління інвестиційною діяльністю у системі управління вартістю на підприємстві дозволив виділити

два принципових підходи до структурування системи управління вартістю: за видами діяльності та за функціями управління.

2. Виокремлення факторів вартості є першочерговим завданням формування системи управління підприємством і особливого його інвестиційної діяльності. Адже вибір пріоритетних напрямів інвестування, термінів, структури фінансування інвестиційних проектів тощо буде суттєво залежати від інформації щодо факторів вартості.

За результатами дослідження підходів різних авторів до класифікації факторів вартості, принципів їх визначення систематизовано та зведено загальну класифікацію, яку запропоновано доповнити класифікаційною ознакою «характер впливу», за якою виділено фактори стратегічного та поточного впливу.

3. В основу науково-методичного підходу до вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю підприємства запропоновано покласти такі теоретичні концепції: вартісно-орієнтоване (ціннісно-орієнтоване) управління, динамічну теорію стратегічного управління, концепція життєвого циклу підприємства (організації).

4. Узагальнення підходів до диференціації основної мети діяльності залежно від стадій життєвого циклу підприємства відповідно до рівнів погодження інтересів, факторів та параметрів, що визначають становище фірми у системі життєвого циклу, дозволив систематизувати різні показники вартості для оцінки ефективності діяльності підприємства на кожній стадії циклу

5. Серед необхідних передумов впровадження вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю виділено: зміна тактичних орієнтирів управління на стратегічні; виокремлення взаємопов'язаних факторів вартості з обов'язковим виділенням факторів стратегічного та поточного впливу; обґрунтування відповідних фінансових КПД для цих факторів; чітка класифікація інвестицій за критерієм впливу на вартість підприємства; розроблення підходів до оцінки ефективності та координації стратегічних та

поточних інвестиційних рішень; урахування у технології вартісно-орієнтованого управління гнучкості менеджменту як фактора вартості.

6. Аналіз теоретичних та практичних проблем інвестиційного планування дозволив виявити причини, що зумовлюють прийняття неефективних рішень стосовно реального інвестування у багатьох компаніях: відсутність диференціації інвестицій відповідно до характеру їх впливу на зміну вартості підприємства; порушення зворотного зв'язку у системі управління, викликані неадекватністю облікової (бухгалтерської) інформації, на основі якої приймаються рішення; орієнтація на відносні показники прибутковості інвестицій у прийнятті інвестиційних рішень; недосконалість процедур інвестиційного планування та прогнозування.

7. З метою забезпечення ефективного управління на основі розмежування довгострокових та короткострокових вартісних орієнтирів запропоновано стратегічні і поточні (підтримуючи) інвестиції розглядати як взаємопов'язані рішення та удосконалити їх визначення.

Стратегічні інвестиції пропонується розглядати як інвестиції, які здатні генерувати додану грошову вартість (додану вартість грошового потоку) протягом періоду, не меншому, ніж середній період зростання вартості, визначений на основі аналізу динаміки її створення у галузі

Поточні (підтримуючі інвестиції) – це інвестиції, які реалізуються з метою підтримання стабільного рівня доданої вартості грошового потоку в процесі реалізації стратегічних інвестицій в межах середнього для галузі періоду зростання вартості.

8. Формування системи на засадах вартісно-орієнтованого управління вимагає включення до переліку принципів таких, які б відповідали загальній меті діяльності підприємства – збільшенню його вартості у довгостроковій перспективі. Ці принципи повинні визначати структуру інвестиційної програми, узгодженість проміжних завдань, критеріїв оцінки ефективності, контрольних заходів із загальною метою. Узагальнивши різні підходи до визначення принципів управління інвестиційною діяльністю, запропоновано

сформувати такий їх перелік: пріоритетності створення вартості; вартісної координованості; наступності інвестиційних рішень; неперервності; гнучкості; відповідності; альтернативності; ефективності.

Принцип пріоритетності створення вартості означає, що в обґрунтуванні інвестиційних програм та проектів перевага має надаватися тим рішенням, які дозволяють забезпечити перспективи стратегічного розвитку підприємства та у подальшому будуть виражені у створенні нової вартості.

Під вартісною координованістю запропоновано розуміти погодженість управлінських процедур, що здійснюються у процесі інвестиційного планування, реалізації проектів, мотивації менеджменту та контролю, яка забезпечуються системою вартісних критеріїв оцінювання інвестиційних рішень, їх ранжування. Організаційно вартісна координованість передбачає погодженість дій менеджменту на рівні окремих структурних підрозділів підприємства (материнської компанії та її дочірніх підприємств) у процесі інвестиційного планування, реалізації проектів, мотивації менеджменту інвестиційного аналізу та контролю, яка забезпечуються системою вартісних критеріїв оцінювання інвестиційних рішень.

Орієнтація на цей принцип передбачає збалансованість структури інвестицій відповідно до характеру їх впливу на зміну вартості підприємства у довгостроковій перспективі; погодженість вартісних критеріїв оцінки стратегічних і підтримуючих інвестицій; зв'язок між процедурами планування на всіх рівнях управління; можливість реагування на зміни у процесі реалізації проектів на основі моніторингу їх вартісних показників.

Принцип наступності інвестиційних рішень означає, що рішення стосовно конкретного проекту залежить від інвестицій, які були здійснені раніше, тобто реалізовані сьогодні стратегічні проекти визначають інвестиційні потреби наступних періодів.

9. Під системою вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю підприємства запропоновано розуміти сукупність пов'язаних

принципів, методів та функцій управління, які визначають механізми реалізації інвестицій підприємства відповідно до загальної (основної) мети зростання вартості підприємства на основі вартісної координації управлінських рішень.

10. На основі аналізу підходів до розуміння системи управління інвестиційною діяльністю підприємства, теоретичної і методологічної бази вартісного підходу до управління та стратегічного управління ми пропонуємо структурувати систему управління інвестиційною діяльністю – виділяти два пов'язаних між собою об'єкти управління: стратегічні інвестиції та поточні інвестиції та включати дві підсистеми – підсистема управління стратегічними інвестиціями та підсистема управління підтримуючими інвестиціями. Між цими двома підсистемами має бути реалізований процес вартісної координації, що можливо за умови використання узгоджених процедур оцінювання стратегічних і поточних інвестиційних рішень.

11. В обґрунтуванні вартісних критеріїв оцінки рішень ми виходимо з концепції економічного прибутку, в межах якої запропонована модель грошової доданої вартості

На основі глибокого теоретичного аналізу моделі доданої грошової вартості (CVA-моделі) обґрунтовано ряд удосконалень, які дозволять подолати деякі недоліки та підвищити обґрунтованість оцінок та інвестиційних рішень на основі CVA, зокрема удосконалено порядок розрахунку необхідного операційного грошового потоку; визначення критеріїв ефективності стратегічних інвестицій на основі CVA-моделі, що дозволяє координувати рішення щодо реалізації стратегічних та підтримуючих інвестицій; обґрунтовано підхід до визначення тривалості періоду, за який здійснюються розрахунки, з урахуванням конкурентних переваг, які створюються в результаті інвестування.

Економічний зміст необхідного грошового потоку розглядається як певний вартісний орієнтир для інвестора в оцінці існуючої у нього альтернативи запропонованому стратегічному рішення. Його розрахунок

проводиться як визначення мінімальної суми, необхідної для покриття стратегічних інвестицій, а розмір залежить від динаміки грошових потоків галузі, вартості та структури капіталу, розподілу ринку тощо.

Базуючись на наявності бар'єрного рівня вартості у річному вимірі, що визначається розміром необхідного грошового потоку, запропоновано розширити аналітичний апарат моделі доданої вартості грошового потоку шляхом обґрунтування показника еквівалентної доданої вартості грошового потоку – *ECVA*.

12. Виходячи з припущення, що середній період збереження тенденцій зростання вартості для окремого підприємства буде наближатися до тривалості періоду, протягом якого в галузі, будуть спостерігатися відповідні тенденції. Запропоновано на основі аналізу ряду показників динаміки вартості в галузі, оцінювати тривалість часового відрізка, на якому зростаючі тенденції відповідних показників змінюють тенденцію на протилежну - періоду економічного життя стратегічних інвестицій.

У якості показника, що характеризує динаміку вартості запропоновано використовувати різницю між розміром доходності інвестицій та середньозваженою вартістю капіталу

13. Запропонований науково-методичний підхід до формування вартісно-орієнтованої системи управління інвестиційною діяльністю підприємства, реалізований на основі удосконалення моделі доданої вартості грошового потоку (грошової доданої вартості), дозволяє створити аналітичну базу управління інвестиціями підприємства на основі показників, які характеризують зростання його вартості.

Основні положення цього розділу були опубліковані автором у працях [5; 111; 112; 113; 114; 116].

РОЗДІЛ 3.

ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ УПРАВЛІННЯ РЕАЛЬНИМИ ІНВЕСТИЦІЯМИ ПІДПРИЄМСТВА НА ОСНОВІ ВАРТІСНОЇ КООРДИНАЦІЇ

3.1 Координація стратегічних та поточних інвестиційних рішень в системі вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю

Для планування та ефективною реалізації інвестиційної діяльності особливо важливим є попередній аналіз, який проводиться на стадії розробки інвестиційних проектів і сприяє прийняттю обґрунтованих управлінських рішень.

У попередньому розділі дисертаційної роботи в системі управління інвестиційною діяльністю підприємства запропоновано виділяти два поєднаних між собою блоки-об'єкти управління: стратегічні і поточні інвестиції, які принципово відрізняються за характером впливу на процес створення (зростання) вартості.

Процедуру погодження управлінських дій щодо стратегічних та поточних інвестиційних проектів ми розглядаємо як координацію управлінських рішень на основі вартісних критеріїв (вартісна координація), а саме на основі показника еквівалентної доданої грошової вартості.

Стратегічні інвестиції, підходи до визначення яких проаналізовано у попередньому розділі, можуть передбачати реалізацію проектів, які дозволяють або зберегти генеровані грошові потоки, або забезпечити їх зростання у короткостроковому періоді. При цьому може існувати декілька можливих альтернатив, можливості можуть бути як реалізовані, так і втрачені, ефективність їх впровадження значною мірою залежить від дій менеджменту, його оперативності, гнучкості, адаптивності. При цьому загальна сукупність цілей, для яких ці інвестиції реалізуються, може бути

зведена до єдиної – підтримання стабільності або забезпечення зростання вартості, яка створюються стратегічними інвестиціями.

Тому ми розглядаємо реалізацію поточних (підтримуючих) інвестицій як можливість збільшення доданої вартості грошового потоку стратегічних інвестицій, оціненої на основі показника еквівалентної доданої грошової вартості потоку – *ECVA*, що відповідає традиційному розумінню реальних опціонів в інвестиційному менеджменті. Ключовим у визначенні опціонів є необов'язковий характер їх виконання. Підтримуючі інвестиції щодо стратегічних також не передбачають обов'язкової реалізації, вартісні характеристики поточних проектів не визначаються власне стратегічним проектом, в межах якого вони реалізуються. Мається на увазі, що реалізація стратегічного проекту не передбачає реалізацію конкретного поточного інвестиційного проекту, проте характеристики грошових потоків останнього можуть впливати на рівень доданої вартості, яку створює стратегічний проект.

Таке розуміння взаємозв'язку стратегічних та поточних інвестицій дозволяє застосовувати до їх оцінки методологію реальних опціонів. Застосування саме цієї методології обґрунтовано тим, що для більшості стратегічних проектів, які переважно є інноваційними, притаманний високий рівень ризику, також складність, а інколи й неможливість прогнозування майбутніх надходжень. Тому оцінка стратегічного проекту відокремлено від «супутніх» поточних проектів у таких умовах може не дати достовірних результатів.

Крім того, серед факторів зростання вартості підприємства гнучкість управління розглядається як самостійний фактор такого зростання, про що зазначалося у попередньому розділі дисертаційної роботи. Ми вважаємо, що стосовно управління інвестиційною діяльністю гнучкість менеджменту проявляється саме у правильному та своєчасному виборі підтримуючих інвестиційних проектів та недопущенні зниження прогнозованого рівня доданої вартості грошового потоку. Саме таке розуміння обумовило

включення до принципів управління інвестиційною діяльністю підприємства принципу гнучкості. Його урахування об'єктивно вимагає трансформації підходів до оцінки ефективності реальних інвестицій.

Для ґрунтового викладення власного підходу до оцінки підтримуючих інвестиційних проектів на основі методу реальних опціонів розглянемо сутність останнього та особливості застосування для різних типів підприємств та умов, у яких вони функціонують.

Зміна підходів до оцінки інвестицій сьогодні полягає в тому, що невизначеність сприймається як фактор можливого зростання. Саме такий підхід обумовив появу теорії реальних опціонів. Публікації, що стосуються використання реальних опціонів у практиці прийняття рішень щодо реального інвестування містять методичні рекомендації щодо їх оцінки. Для розуміння сутності поняття «реальний опціон» звернемося до визначень власне опціону.

Опціон – це інструмент строкового фінансового або товарного ринків, який відображає право (але не зобов'язання) на купівлю (опціон-колл) чи продаж (опціон-пут) базового активу за визначеною ціною на деяку фіксовану дату у майбутньому (європейський опціон) або у будь-який момент до визначеної дати (американський опціон) [2; 21; 22; 92; 93].

Використання реальних опціонів ґрунтуються на дослідженнях у сфері похідних інструментів фінансового ринку.

Сам термін був введений у науковий обіг С. Майерсом у 1977 р. за аналогією з фінансовим опціоном. Основою для аналогії стала спільна для всіх опціонів риса: право без зобов'язання щодо вчинення дії. Даний термін використовувався С. Майерсом стосовно активів компанії, цінність яких залежить від майбутніх інвестицій [50].

Починаючи з 70-х років ХХ століття активно проводяться дослідження опціонів як інструментів інвестиційного менеджменту. Фінансові моделі опціонного ціноутворення знайшли продовження у сфері оцінки реального

інвестування. Окремі дослідження стосувалися обґрунтування окремих видів опціонів:

- опціон на відтермінування – option to wait (Р. Макдональд, Д. Сігел) [185].
- опціон на розширення потужностей виробництва – option to expand/contract (Л. Трігеорґіс, С.Мейсон, Р.Піндайк) [195]. У сучасній практиці такий опціон розглядається як опціон на зміни масштабу (збільшення чи зменшення обсягів виробництва протягом життєвого циклу проекту) як правило для галузях з характерними ознаками циклічного розвитку;
- опціон на припинення видобутку та опціон на наступне поновлення (option to shut down and restart) у сировинних галузях Р.Макдональд, Д.Сігел, М.Бреннан, Е.Шварц;
- опціон на відмову – option to abandon (С.Майєрс і С.Майд [189]);
- опціону на зміну технології виробництва – switching option/option to switch use (Н.Кулатілака та Л.Трігеорґіс [171]);
- опціон на стадійність (послідовне вкладення коштів в інвестиційний проект) – option to stage investmen (С.Майд, Р.Піндайк і Л.Трігеорґіс присвятили свої праці [182]).
- опціони росту (С. Майєрс, Р. Брейлі, Л.Трігеорґіса, Р.Піндайка, та ін.) виходить із того, що на етапі старту проекту невідомі всі можливості, які можуть забезпечити зростання.

У розвитку теорії реальних опціонів сьогодні розглядаються також комплексні реальні опціони, що поєднують у собі декілька опціонів. При цьому поєднання можливе, якщо розглядається спільний для опціонів фактор невизначеності. Наприклад, можна розглядати поєднання опціону на скорочення проектної потужності та опціону на її збільшення, які визначаються невизначеністю ринкового попиту, як комплексний реальний опціон.

Реальні опціони фактично є узагальненням фінансових опціонів. Фінансові опціони мають на меті страхування ризиків, тоді як реальні опціони розглядаються як право на зміну процесу реалізації проекту.

Загалом можна виділити чотири узагальнених напрями розроблення методики реальних опціонів:

1. Метод реальних опціонів як альтернатива методу дисконтування грошових потоків. Загальна критика методу чистої приведеної вартості (NPV) обумовила активізацію досліджень реальних опціонів. Однак основною проблемою щодо їх оцінки є їх унікальність – кожен випадок виникнення опціону має свої особливості. Сфера застосування та неможливість уніфікації обумовила потребу в адаптації оціночного інструментарію фінансових опціонів для оцінки рішень щодо реального інвестування.
2. Розвиток графічних методів оцінки реальних опціонів у формі діаграм впливу.
3. Застосування дослідження з інших сфер для оцінки реальних опціонів, зокрема використання теорії ігор.
4. Емпіричні дослідження результативності використання методу реальних опціонів у практиці управління реальними інвестиціями, аналіз ступеня його застосування [150].

З позицій вартісного підходу до управління реальний опціон розглядається як вартість, яка може бути створена за рахунок ефективних та гнучких дій менеджменту в процесі реалізації інвестиційних проектів.

Наявність у підприємства реального опціону означає реалізацію можливостей, які містяться в управлінському рішенні, та формуються залежно від ринкових умов, обсягу отриманої в процесі реалізації проекту інформації тощо. Тому реальний опціон розглядається як спосіб економічної (грошової) оцінки гнучкості в управлінні реальними інвестиційними

проектами та урахування такої оцінки у визначенні інтегрального ефекту від реалізації інвестиційного проекту.

Серед можливостей, які оцінюються як реальні опціони, можна виділити можливості оперативного впливу (поширення (тиражування) позитивних якостей проекту на інші, що реалізуються підприємством; відтермінування початку реалізації проекту, коригування рішень відповідно до появи нової інформації та відповідне коригування грошових потоків тощо) та можливості стратегічного значення. Останні у загальному визначенні можна сформулювати як можливість зміни інвестиційної стратегії підприємства як складової загальної корпоративної стратегії, в тому числі зміна структури та масштабів капіталу компанії.

Ми вважаємо, що можливості оперативного впливу створюються підтримуючими проектами.

Використання методу реальних опціонів в оцінці підтримуючих проектів в межах вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю, що базується на оцінці грошової доданої вартості обумовлена потребою оцінки управлінської гнучкості як фактора вартості компанії.

Серед недоліків базової моделі оцінки доданої грошової вартості, визначених у попередньому розділі дисертаційної роботи, варто окремо зупинитися на оцінюванні підтримуючих інвестицій, які розглядаються як такі, що не створюють вартості для підприємства. Тому в модель оцінювання стратегічних вони у повному обсязі вираховуються із операційного грошового потоку (формула 2.5).

Ми вважаємо такий підхід не зовсім коректним як з точки зору управління, так і з позиції принципів оцінки ефективності інвестицій, відповідно до яких єдиноразові витрати не можуть бути оцінені грошовими надходженнями одного періоду, як це пропонується у моделі.

З позицій управління реалізація підтримуючих інвестицій є не обов'язковою (про що зазначалося вище), проте доцільною, а у деяких випадках, навіть, необхідною. Підтримуючі (поточні) інвестиційні проекти

на певних етапах реалізації інвестиційної стратегії дозволяють вирішувати комплекс завдань, зокрема:

- покращити показники доходності інвестицій в період коливання кон'юнктури;
- відтермінувати рішення стосовно стратегічного проекту, який планується реалізувати, тобто дозволяють отримати час, що у перспективі може забезпечити суттєві результати, в тому числі стратегічні;
- розширити сфери отримання результатів від стратегічного проекту (тиражувати досвід);
- забезпечити поступову переорієнтацію діяльності без реалізації додаткового стратегічного проекту тощо.

На рівні великої корпорації, інвестиційна діяльність якої зорієнтована на різні напрями, підтримуючі інвестиції виступають, на нашу думку, необхідним елементом інвестиційної стратегії, оскільки існує потреба узгоджувати рішення за різними напрямами – за різними стратегічними проектами, в умовах обмеженого капітального бюджету формувати черговість поточних проектів, враховуючи динаміку показників доходності інвестицій за кожним напрямом (сегментом). Тому виникає необхідність розроблення процедури погодження рішень в межах загальної інвестиційної стратегії, що базуватиметься на єдиній, узгодженій базі оцінки різних за характером, масштабом та тривалістю інвестиційних рішень, які приймаються на різних рівнях управління підприємством.

В якості такої бази оцінки при формуванні процедури погодження рішень ми пропонуємо використовувати модель доданої грошової вартості з урахуванням пропозицій щодо її удосконалення. Тобто оцінка ефективності проектів підтримуючих інвестицій повинна проводитися з урахуванням бар'єрних показників вартості, визначаннях для стратегічного інвестиційного проекту, в межах якого реалізується підтримуючий.

Практичне втілення принципів вартісної координації та гнучкості запропонуємо реалізувати шляхом впровадження процедури узгодження стратегічних і поточних рішень на основі єдиного критерію оцінки – еквівалентної доданої грошової вартості. Такі процедури обумовлені загальною стратегічною метою проекту, а отже, мають на меті підвищення ефективності інвестицій.

За такого підходу одним із ключових факторів підвищення ефективності є гнучкість управління, адже саме вона дає можливість реалізувати своєчасно певні заходи, запобігти або зменшити збитки. З позиції зростання вартості підприємства прояв гнучкості буде відчутний саме в реалізації інвестиційної діяльності.

На рисунку 3.1 проілюстровано, як застосування технології оцінювання реального опціону можна визначити доцільність здійснення певних витрат для реалізації існуючої можливості пристосуватися (урахувати, відкоригувати прийняти рішення) до невизначених майбутніх умов.

Враховуючи спільність у визначенні фінансових і реальних опціонів для оцінки вартості останніх пропонується використовувати методи застосовуються у сфері фінансових опціонів, а саме:

- модель оцінки вартості опціонів Блека-Шоулза;
- біноміальна модель [23; 29; 86; 88; 98].

З метою визначення можливості застосування зазначених моделей для оцінки підтримуючих проектів в погодженні зі стратегічними, проаналізуємо основні припущення та положення, на яких базуються ці моделі.

В основу моделі Блека-Шоулза (Блека-Скоулзу, The Black & Scholes Model), що була розроблена для оцінки фінансових європейських опціонів, покладено такі припущення:

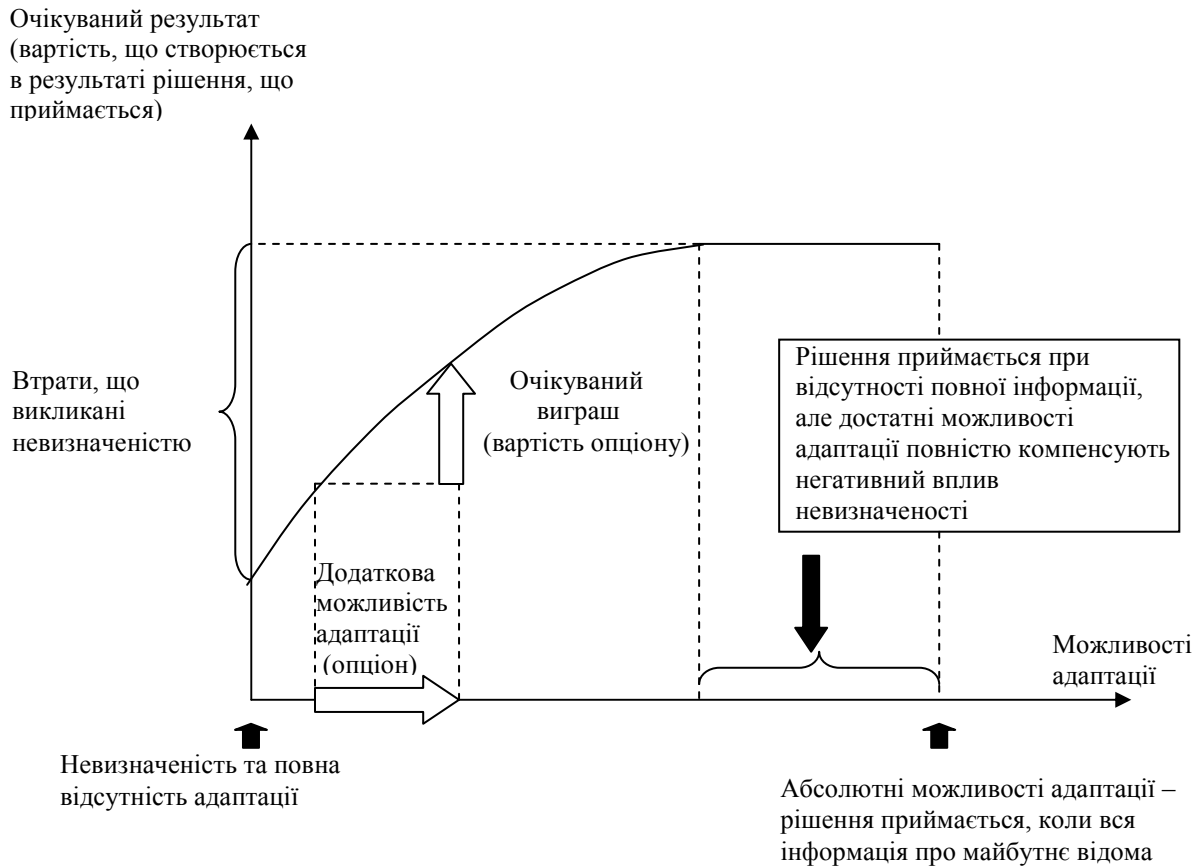


Рис.3.1. Вплив адаптації на витрати, зумовлені невизначеністю [170]

- актив, який оцінюється є ліквідним і торгується на ринку;
- відсутні різкі коливання ціни активу;
- опціон не може бути реалізований до строку його виконання (тобто мова йде лише про європейський опціон).

Відповідно до цих припущень запропоновано оцінку вартості європейського опціону CALL (опціон на придбання) проводити за формулою:

$$C = S \cdot N(d_1) - X \cdot e^{-rt} \cdot N(d_2), \quad (3.1)$$

де C – вартість реального опціону;

$N(d_1), N(d_2)$ – кумулятивний стандартний нормальний розподіл;

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right) \cdot t}{\sigma\sqrt{t}}, \quad (3.2)$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \cdot \sqrt{t}, \quad (3.3)$$

S – поточна вартість базового активу;

X – ціна виконання опціону;

σ – стандартне відхилення (волатильність) доходності акцій за період;

e – експонента (2,7183);

r – поточна безризикова відсоткова ставка доходності;

t – час до закінчення строку дії опціону [98].

Отримані оцінки можна розглядати як нижню межу у випадку застосування моделі для оцінки американського опціону з такими ж умовами випуску, оскільки цей опціон передбачає можливість його виконання у будь-який момент до настання терміну його дії.

Формулу Блека-Шоулза пропонується використовувати і для оцінки опціонів PUT (опціон на продаж), виходячи із взаємозв'язку між опціонами PUT і CALL, що дає змогу визначити премію опціону PUT через премію опціону CALL [39; 43; 98].

Розглядаючи ситуацію, коли придбання будь-якого базового активу супроводжується одночасним продажем опціону CALL на цей актив, можна сказати, що її результат буде аналогічним ситуації продажу опціону PUT на даний актив із визначеною ціною виконання та премією.

Отже, двоетапна дія – купівля базового активу та продажу опціону CALL на нього аналогічна опціону PUT. В умовах ефективного ринку вигода премію опціону PUT можна визначити, маючи ціну базового активу, премію по опціону CALL і ціну його виконання:

$$P = C - S_0 + X \cdot e^{-rt}, \quad (3.4)$$

де P , C – премії по опціонам PUT і CALL з однаковими цінами виконання, що дорівнюють X ;

S_0 – ціна базового активу;

r – поточна безризикова відсоткова ставка доходності;

t – час до закінчення строку дії опціону.

Взаємозв'язок, виражений формулою (3.4), також називають теоремою про паритет опціонів PUT і CALL [51; 86; 98; 105].

Розглянемо інший метод оцінки опціонів є біноміальна модель. Вона дозволяє отримати більш точні результати порівняно із результатами, отриманими за моделлю Блека-Шоулза. Однак її використання вимагає більшого обсягу розрахунків.

Припущення, покладені в основу біноміальної моделі:

- результатом одного рішення може бути два варіанти: гірший і кращий;
- нейтральне відношення інвесторів до ризику.

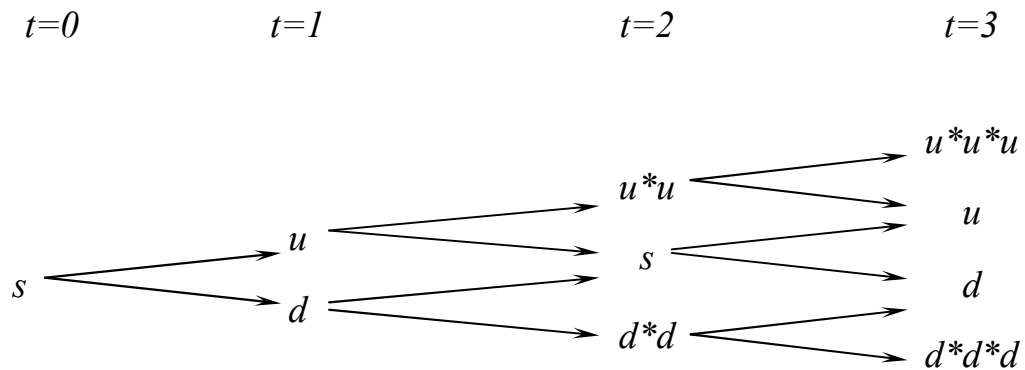
Сутність моделі полягає в тому, що розрахунок інтегрального ефекту (чистої приведеної вартості) здійснюється для кожного результату рішення, виходячи із визначеної імовірності його настання. Тобто розрахунок вартості опціону за біноміальною моделлю базується на використанні «дерева рішень», де в кожній його точці знаходиться найкраще [18].

За допомогою біноміальної моделі можна розрахувати вартість опціону як декількома інтервалами часу та декількома варіантами рішень. Алгоритм застосування біноміальної моделі ілюструє «дерево рішень» (рис. 3.2).

Не зважаючи на універсальний порядок розрахунку, застосування багаторівневої моделі (наявність великої кількості точок оцінки) є більш складною і громіздкою процедурою.

На відміну від моделі Блека-Шоулза біноміальна модель передбачає дискретний характер зміни вартості опціону, тобто наперед відомо кінцеве число інтервалів (ланок) бінарного дерева, тобто як у моделі Блека-Шоулза

число ланок дерева необмежено велике, а довжина кожного інтервалу відповідно наближається до нуля [85; 86; 105].



t - період, s - початкова вартість активу, u – зростання вартості; d - зниження вартості

Рис. 3.2. Дерево альтернатив (трирівнева біноміальна модель) [18]

Збільшення кількості інтервалів оцінки у біноміальній моделі дозволяє підвищити точність оцінок, однак ускладнює процес розрахунків.

Проаналізуємо рекомендації, щодо застосування описаних моделей для оцінки реальних опціонів та визначимо, використання якої із них є більш доцільним у випадку оцінки підтримуючих інвестицій.

Біноміальна модель для реальних опціонів потребує, по-перше, визначення показників відносного зростання та зниження вартості бізнесу в кожному періоді, по-друге, ймовірностей позитивного і негативного варіанту розвитку подій.

Розрахунок значень можливого зростання вартості бізнесу u та відносно зниження його вартості d пропонується проводити наступними чином:

$$u = \exp\left(\sigma + \left(r - \frac{1}{t} - \frac{\sigma^2}{2}\right)\right), \quad (3.5)$$

$$d = \exp\left(-\sigma + \left(r - \frac{1}{t} - \frac{\sigma^2}{2}\right)\right), \quad (3.6)$$

де σ – це зміна ціни активу для реального опціону;

r – поточна безризикова відсоткова ставка;

t – час до закінчення строку дії опціону.

Враховуючи припущення щодо нейтрального ставлення до ризику імовірність відносного зростання (Π), пропонується розраховувати:

$$\Pi = \frac{(1+r)-d}{u-d}, \quad (3.7)$$

де u – відносне зростання вартості бізнесу;

d – відносне зниження вартості бізнесу;

r – відсоткова ставка [98].

Застосування біноміальної моделі дає можливість врахувати додаткові фактори зміни вартості проектів і бізнесу в цілому, оцінювати сценарії впровадження проектів. Особливо доцільно її застосування для проектів, які передбачають стадійність (етапність) реалізації. Проте враховуючи складність та громіздкість розрахунків вона не набула такого поширення в оцінюванні реальних опціонів як модель Блека-Шоулза.

Враховуючи припущення, покладені в основу моделі Блека-Шоулза (оцінки опціонів з визначеною датою реалізації), розробниками реальних опціонів пропонувалося використання для оцінки реальних опціонів [86; 98; 105].

Зокрема модель Блека-Шоулза пропонувалося використовувати для оцінка перспектив зростання (опціон на тиражування досвіту або збільшення виробничої потужності) за реальними проектами.

Залежно від виду реального опціону вони можуть розглядатися як опціони на купівлю (call-опціони) та опціони на продаж (put-опціон).

Теорема про паритет опціонів call та put дозволяє за допомогою моделі Блека-Шоулза розрахувати ціну опціонів put, наприклад, опціону на скорочення чи на вихід із проекту.

Варто зазначити, що технологія оцінки реальних опціонів повністю узгоджується із положеннями вартісного підходу до управління – перспективи, які оцінюються як реальні опціони, є виявленням вартості, на яку може зрости вартість підприємства чи цінність проекту, визначена за моделлю дисконтування грошових потоків.

Модель Блека-Шоулза в оцінці реальних опціонів має таку інтерпретацію:

X – розмір капіталу, що інвестується у проект (розширення, тиражування досвіду тощо);

S – розмір інтегрального ефекту від реалізації проекту – приведена на сьогоднішній день (дисконтована) вартість грошових потоків, які створюються проектом.

Час t у формулі Блека-Шоулза (формула 3.4), застосованій для реальних опціонів – це строк, протягом якого можливо прийняти рішення про виконання опціону. Тобто залежно від опціону це може бути час, протягом якого може бути прийнято рішення про скорочення (розширення) бізнесу, вихід із проекту, період, на який може бути відкладено початок реалізації проекту тощо.

Безризикові ставки традиційно визначаються, орієнтуючись на рівень дохідності державних цінних паперів, як правило, казначейських зобов'язань США, з урахуванням премії за ризик країни, що залежить від кредитного рейтингу країни, де відбувається оцінка [18].

Наприклад, для опціонів на вихід, який можна класифікувати як put-опціон, чиста приведена вартість проекту S , ціною виконання X можна вважати ліквідаційну вартість проекту, а граничний термін, що лишився до можливої ліквідації – це параметр t .

Враховуючи особливість оцінки put-опціонів для такого типу проекту необхідно спочатку на основі формули Блека-Шоулза визначити премію відповідного call-опціону, а потім за теоремою про паритет опціонів call і put розрахувати премію опціону PUT та ціну опціону PUT [98; 103].

Формула Блека-Шоулза і теорема про паритет опціонів PUT і CALL дозволяють не лише розрахувати премії реальних опціонів, але й визначити ті фактори цінності (value drivers), впливаючи на які менеджери можуть підвищити ефект від своїх проектів та цінність бізнесу в цілому. Варто зауважити, що цінність опціону залежить, відповідно до формули Блека-Шоулза, від наступних параметрів:

- ціни базового активу S . Чим більша вартість базового активу (у випадку з реальними опціонами це ціна бізнесу), тим вища премія опціону CALL і менша – опціону PUT. У випадку з реальними опціонами це означає, що цінність можливої ліквідації з ростом ціни самого бізнесу зменшується, а цінність перспектив майбутнього розвитку, навпаки, збільшується;

- ціни виконання. У міру зростання ціни виконання премія опціону CALL падає, а опціону PUT – збільшується. У випадку з реальними опціонами це означає, що, чим більшого вкладення капіталу потребує бізнес, тим цінність можливості такого розвитку менша. А чим більшу ціну готові заплатити покупці бізнесу при ліквідації за його активи, тим вище оцінюється бізнес чи проект;

- безризикової ставки. Зі збільшенням безризикової ставки в економіці ціна опціону CALL зростає, а опціону PUT – зменшується;

- ризику (дисперсії). В міру того як стандартне відхилення (міра ризику) зростає, ростуть і премії опціонів, причому як CALL, так і PUT.

- часу до виконання. Чим більший строк до виконання опціону, тим більше шансів на те, що опціон буде вигідно виконати в майбутньому. Тому зі збільшенням терміну до виконання вартість будь-якого опціону за інших рівних умов є вищою.

Отже, методи оцінки реальних опціонів можна вважати ефективним інструментом аналізу інвестиційних можливостей компаній, який варто використовувати реалізуючи вартісно-орієнтоване стратегічне управління.

Практична реалізація інвестиційного проекту супроводжується надходженням додаткової (нової) інформації, що зменшує невизначеність подальшого функціонування у ринкових умовах, що може бути використане менеджментом підприємства можливість. З'являються можливості внести зміни в інвестиційну стратегію, скоригувати раніше прийняті рішення, зменшити потенційні ризики та використати наявні альтернативи як фактор зростання вартості [79].

Отже, реальні опціони створюють можливість урахування нестабільності та невизначеності середовища як потенційного фактора зростання вартості за рахунок гнучких управлінських рішень.

Однак практичне застосування даної концепції є досить суперечливим, у літературі обговорюється доцільність та обґрунтованість її використання. Викладемо ключові теоретичні та практичні аргументи, які висловлюються на заперечення позитивних ефектів від використання методології реальних опціонів в процесі оцінювання інвестиційних проектів.

Досліджуючи питання ціноутворення опціонів, необхідно особливо зробити акцент на передумовах і припущеннях, що покладені в основу моделі Блека-Шоулза, що зазначається у [29; 50; 104].

Проаналізувавши загальнотеоретичні проблеми і практичні труднощі використання методу реальних опціонів (табл. 3.1) в оцінюванні інвестицій, до основних недоліків цього методу можна віднести:

- застосування методики некваліфікованими спеціалістами може привести до отримання неправильних результатів та хибних рішень;
- гнучкість, на оцінку якої спрямовані опціони і розглядаючи її як реальну можливість збільшення вартості, може призвести до частого перегляду планів та ухиленню від її стратегічних цілей;

– використання моделі реальних опціонів вимагає зміни корпоративної культури компанії – системи управління, розподілу функцій і повноважень.

Деякі автори схиляються до думки, що оцінка ефективності реальних інвестиційних проектів на основі реальних опціонів з використанням моделі Блека-Шоулза є наближеною, яку не можна порівнювати за точністю оцінок за традиційною методологією дисконтування грошових потоків [22].

Таблиця 3.1

Загальнотеоретичні проблеми та обмеження щодо застосування моделі Блека-Шоулза для оцінки реальних опціонів

Припущення базової моделі оцінки опціонів	Суть обмеження для застосування у оцінюванні реальних опціонів
Невідповідність передумовам, покладеним в основу оціночних моделей	Умови, в яких існують реальні опціони, не зовсім відповідають тим передумовам і припущенням, на яких базується модель Блека-Шоулза: припущення щодо ефективного ринку, постійного та безперервного доходу, який приносять акції виходячи, можливість прогнозування будь-яких змін [16, 146].
Неуніфікованість та неліквідність реальних опціонів	Методологія оцінки опціонів передбачає їх ліквідність і можливість торгівлі на біржовому ринку, при цьому динаміка цін базових активів на ринку була випадковою і незалежною від поведінки кожного окремого учасника.
Доступність інформації для всіх учасників ринку, вона є стандартизованою і доступною	Вся минула інформація щодо розвитку ринку має негайно знаходити відображення в його цінах, і в результаті тенденції на такому ринку будуть відсутні.
Використання ринкових індикаторів	Фінансовий ринок забезпечений всією доступною інформацією через уніфікацію продуктів, що ним пропонуються. Реальні опціони передбачають використання використовувати середньогалузеві показники або експертні оцінки.
Розвинений ринок, неможливість впливу на ціну базового активу	Прийняття рішень щодо реального інвестування передбачає зміну характеристик проекту, який є базовим активом. Отже, цінна реального опціону змінюється під впливом власника цього опціону. Особа, що формує актив є і власником реального опціону, і тим хто його створює.

Звичайно, завжди якість оцінки ефективності інвестиційного проекту залежить від адекватності моделі, яка при цьому застосовується реальним умовам перебігу процесів.

Проте необхідність застосування методу реальних опціонів обумовлюється відсутністю будь-яких інших науково-методичних підходів до оцінювання можливості змін умов реалізації проекту як потенційних факторів зростання вартості підприємства.

Тим більше, що технологія дисконтування грошових потоків, як і процедура дисконтування взагалі, також мають у своїй основі ряд припущень, через які обґрунтованість їх використання у вирішенні ряду економічних завдань ставиться під сумнів і часто зазнає критики [29; 30; 38].

Тому ми вважаємо обґрунтованість моделі реальних опціонів достатньою, більше того для завдань, які ставляться в процесі управління стратегічними інвестиціями та реалізуються у процесі вартісної координації, використання методу реальних опціонів є найбільш доцільним. Адже у цьому випадку ми можемо отримати вартісну оцінку потенційних можливостей, які не відображені у вартісних значеннях грошових потоків проекту, але існують у інвестора, за умов своєчасного прийняття рішень щодо реалізації підтримуючих інвестицій.

Співставлення даних щодо оцінки ефективності підтримуючих проектів, отриманих на основі застосування моделі реальних опціонів, із показниками доданої грошової вартості стратегічного проекту дозволить оцінити їх вплив на динаміку вартості, яка створюється підприємством, і виявити можливі фактори її зростання.

Особливого пояснення потребує використання показника σ (стандартного відхилення), що використовується у базовій моделі як стандартна статистична процедура для визначення ризику на основі аналізу динаміки курсу акцій. Оскільки від нього суттєво залежить точність розрахунків вартості реальних опціонів із використанням моделі Блека-Шоулза, де показник стандартного відхилення фактично єдиний, який

необхідно оцінювати на основі аналізу минулих даних. Отже, завжди існує імовірність, що помилки у визначенні змін курсу акцій ціна опціону буде невірною.

До того ж значимість параметра σ є досить суттєвим, оскільки учасниками ринку питання оцінки вартості опціонів часто формулюється дещо в іншому вигляді: яким має бути стандартне відхилення для існуючої ціни (ціни, яка спостерігається), щоб відповідати значенню, отриманому за формулою Блека-Шоулза. У цьому випадку показник σ називають мінливістю, що передбачається (implied volatility) [16].

Стосовно реальних опціонів, що, як уже зазначалося, не є універсальними і не торгуються на ринку, вибір показника-альтернативи не може бути універсальним. Пропонувалося розраховувати дисперсію доходності акцій конкретного підприємства, інвестиції якого оцінюються, при цьому припускається, що відхилення доходності акцій відобразить той ризик, котрий притаманний капіталу бізнесу в цілому [98]. Для тих підприємств, які не котируються на ринку, але є типовими представниками галузі пропонується «воспользоваться среднееотраслевыми данными» [98, с. 419]. При цьому не зазначається, які саме дані варто використовувати у розрахунках середньоквадратичного відхилення.

Крім того, при визначенні стандартного відхилення (σ) треба враховувати загальну обмеженість даних для ринків, що розвиваються, до яких належить і вітчизняний фондовий ринок. Однак така інформація існує для країн з розвинутими ринками капіталу.

Загалом для України пропонується застосовувати наступні підходи до оцінки цього показника:

- за наявності даних щодо аналогічних (схожих) інвестиційних проектів, що вже були реалізовані у країні чи регіоні, σ може визначатися на основі волатильності грошових потоків за цими проектами;

- оцінка на основі сценарних розрахунків з використанням методу Монте-Карло;
- використовувати в якості заміни волатильність ключових параметрів, які впливають на грошові потоки проекту – наприклад, ринкових цін продукції чи сировини [29; 86; 88; 150].

Ми вважаємо, що в умовах української економіки, де розвиток фондового ринку не дозволяє отримати достовірні дані щодо курсу акцій, доцільно при використанні методу реальних опціонів орієнтуватися на третій підхід – тобто обрати коливання показника, який відображає вплив найбільш суттєвого фактора ефективності. У випадку оцінки вартості ми пропонуємо використовувати дані щодо вартості капіталу в галузі.

Такий підхід ми пояснюємо наступним чином:

- 1) призначенням показника середньоквадратичного відхилення є оцінка ризику коливання ціни базового активу;
- 2) вихідною передумовою оцінки ефективності інвестиційних проектів за методом реальних опціонів є оцінка «додаткової вартості», яку може отримати підприємство в результаті реалізації проекту, використовуючи певні можливості управління;
- 3) з усіх факторів, коливання яких може впливати на рівень «додаткової вартості» є вартість капіталу підприємства (тобто грошові потоки за проектом не мають суттєвих коливань протягом періоду оцінки опціону).

Отже, фактор, за яким можна оцінювати ризик є фактор вартості капіталу. Тому середньоквадратичне відхилення у формулі оцінки вартості реального опціону на зростання еквівалентної доданої грошової вартості ми пропонуємо оцінювати на основі показника середньозваженої вартості капіталу у галузі, представником якої є підприємство, що здійснює інвестиції.

Ще одним фактором, який повинен бути врахований при застосуванні методу реальних опціонів є їх сутнісні відмінності від фінансових, із сфери яких запозичуються методи оцінки. Серед найбільш значних, як правило, виділяють:

- проблема впливу неваріаційного ризику;
- неоднозначний вплив на ефективність проекту управлінської гнучкості;
- мінливість цін на опціони.

Як відомо опціони на фінансовому ринку існують в умовах варіаційного ризику, і їх вартість прямо пропорційно залежить від значення цього ризику.

Проте для реальних опціонів існують такі ризики як: ризик згорання, призупинення бізнесу та інші через ряд неекономічних причин (політична криза, аварії тощо). Тобто техніка оцінки ризикової складової не зовсім відповідає реальним характеристикам ризиків бізнесу.

Одним із основних недоліків, які визначають дослідники реальних опціонів є той факт, що гнучкість менеджменту як передумова виникнення реальних опціонів завжди розглядається як фактор підвищення ефективності, а отже, зростання вартості підприємства.

Проте наявність альтернатив щодо проекту об'єктивно знижує його передбачуваність, отже, варіант вибору «неправильної» поведінки менеджерів не виключається, а значить можливий і негативний результат щодо виконання реального опціону. Тобто рівень кваліфікації управлінського складу підприємства, ступінь його вмотивованості для прийняття ефективних стратегічних рішень суттєво впливає на зростання вартості підприємства.

У роботі [92] зокрема зазначається, залежність проекту від управлінської команди по суті означає залежність компанії чи реалізації проекту від додаткових агентських витрат та нераціональних рішень. Така «управлінська гнучкість» знижує привабливість та цінність бізнесу.

Отже, як фактор ефективності інвестиційної діяльності у випадку оцінки за методом реальних опціонів повинні враховуватися витрати на мотивацію управлінського персоналу. Формування дієвих механізмів мотивації, безумовно, є складовою системи управління, проте в межах даного дисертаційної роботи розроблення питань мотивації виходять за рамки завдань дослідження. Тому ми приймаємо припущення, що система менеджменту підприємства є мотивованою на зростання вартості підприємств і додаткові витрати на підвищення мотивації непотрібні – у структуру грошових потоків зміни вносити недоцільно.

Припущення стосовно випадкового характеру змін цін на базових активи на фінансовому ринку є не зовсім вірним стосовно цін реальних опціонів, які фактично відображають цінності інвестиційних проектів. Виконання реальних опціонів об'єктивно змінює характеристики проекту, щодо якого він виконується, впливаючи при цьому на ціну опціонів, які потенційно можуть бути реалізовані. Вважається, що слідування цьому припущенню стосовно реальних опціонів завищує їх оцінки реальних, так як справжній розподіл результатів інвестування є асиметричним. Крім того, використання експертних методів та середньогалузевих оцінок також може завищувати оцінки в результаті вибіркового використання інформації.

Ми вважаємо, що використання в оцінках підтримуючих проектів показників, які є бар'єрними значеннями вартості, що створюється проектів дозволить певною мірою подолати цей недолік

Проте обґрунтувань, які б категорично спростовували можливість застосування методики реальних опціонів для оцінки проекту на сьогодні не наведено. Масштабність та складність завдання урахування в оцінках ефективності управлінської гнучкості як фактора, що може підвищити вартість підприємства, потребує подальшого розширення, розроблення та удосконалення наявних підходів, виважено їх використання, урахування галузевої, національної специфіки, характеристики проекту.

Отже, враховуючи все викладене вище ми пропонуємо підтримуючі інвестиції розглядати як реальний опціон на зростання вартості стратегічного проекту та оцінювати його вартість за формулою:

$$C_{CVA} = S \cdot N(d_1) - X \cdot e^{-rt} \cdot N(d_2), \quad (3.8)$$

де C_{CVA} – вартість реального опціону, характеризує зростання доданої грошової вартості стратегічного проекту внаслідок реалізації проекту підтримуючих інвестицій, грош.од;

S – значення показника еквівалентного ануїтету проекту підтримуючих інвестицій, що визначається за формулою:

$$S = EA = \frac{NPV \times k}{(1+k)^t - 1} \quad (3.9)$$

NPV – чиста приведена вартість інвестиційного підтримуючого (поточного) проекту, що реалізується в межах стратегічного, грош. од.;

k – ставка доходності, що відповідає доходності інвестицій з аналогічним рівнем ризику;

X – розмір скорегованого необхідного грошового потоку стратегічного проекту $OCFD_{cor}$;

$N(d_1), N(d_2)$ – кумулятивний стандартний нормальний розподіл;

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right) \cdot t}{\sigma \sqrt{t}}, \quad (3.10)$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \cdot \sqrt{t}, \quad (3.11)$$

t – час до закінчення строку дії опціону (термін реалізації поточного проекту);

σ – відхилення середньогалузевого показника середньозваженої вартості капіталу за період економічного життя стратегічних інвестицій Рєк;

r – відсоткова ставка доходності для інвестицій, визначена для умови неперервного нарахування відсотків. Традиційно приймається на рівні безризикової ставки. Проте у випадку оцінки запропонованого нами опціону на зростання доданої вартості грошового потоку, ми вважаємо доцільним приймати її рівною середньозваженій вартості капіталу, тоді її розрахунок має вигляд:

$$r = \ln(1 + WACC) \quad (3.12)$$

Пояснимо суть запропонованого методу оцінки.

Застосування такого методу оцінки базується на наступних припущеннях:

- підтримуючі інвестиційні проекти реалізуються за рахунок фінансових ресурсів, що генеруються стратегічним проектом;
- підтримуючий проект, пов'язаний зі стратегічним, однак не має обов'язкового характеру, тобто його параметри є умовно «самостійними» і не можуть бути включені на етапі розроблення як елементи грошових потоків стратегічного проекту.

Логіка оцінки, яку пропонується проводити за формулами 3.8-3.9 ґрунтується на тому, що, розглядаючи підтримуючий інвестиційний проект як можливість зростання грошової доданої вартості, яку забезпечує стратегічний проект, ми оцінюємо його ефект на основі показника еквівалентного ануїтету, який являє собою розмір чистої приведеної вартості у річному вимірі.

Оскільки у розрахунку чистої приведеної вартості (*NPV*) розмір підтримуючих інвестицій уже враховано, ми вважаємо, показник еквівалентного ануїтету можна вважати самостійним показником ефективності такого проекту. Однак враховуючи припущення, які були

викладені, та реалізуючи завдання інвестиційної стратегії щодо зростання вартості підприємства в результаті її реалізації, ми вважаємо необхідним розмір такого ефекту (ціни реального опціону) визначати з урахуванням визначених вимог до розміру вартості, яку потрібно створювати. Тобто із загального розміру ефекту вираховувати розмір скорегованого необхідного грошового стратегічного проекту $OCFD_{cor}$.

У цьому випадку підтримуючий інвестиційний проект буде ефективним, якщо він не лише забезпечує позитивне значення інтегрального ефекту (NPV) та його річний еквівалент ($S=EA$), але забезпечує його перевищення над деяким об'єктивно встановленим її рівнем.

Результат урахування скорегованого необхідного грошового потоку $OCFD_{cor}$ у ціні опціону на зростання грошової доданої вартості проекту представлено на рис. 3.2



Рис. 3.2. Урахування скорегованого необхідного грошового потоку у ціні опціону на зростання доданої грошової вартості стратегічного проекту

Отже, отримане значення вартості опціону на зростання доданої грошової вартості стратегічного проекту C_{CVA} і показник еквівалентної доданої грошової вартості $ECVA$ в сумі характеризують розмір зростання вартості підприємства (у річному вимірі), що може бути отриманий в результаті реалізації ефективної інвестиційної стратегії – стратегічного проекту та використаних можливостей щодо підтримуючих проектів.

Враховуючи, що отримані показники мають властивості адитивності, ми пропонуємо використовувати їх як критерій оптимізації набору інвестиційних проектів підтримуючих інвестицій.

Якщо мається деякий набір ефективних підтримуючих проектів (які мають позитивне значення чистої приведеної вартості (NPV)), виходячи з обмеженого бюджету (BI), до реалізації приймаються проекти, які забезпечать максимальне значення еквівалентної доданої грошової вартості з урахуванням ціни реальних опціонів на її зростання:

$$ECVA^s \rightarrow \max, \quad (3.13)$$

$$BI = const, \quad (3.14)$$

$$ECVA^s = ECVA_{str} + \sum_{i=1}^p C_{CVAi}, \quad (3.15)$$

де $ECVA^s$ - оціночне значення еквівалентної доданої грошової вартості, визначене з урахуванням реальних опціонів, грош. од/рік;

$ECVA_{str}$ - значення еквівалентної доданої грошової вартості стратегічного інвестиційного проекту, грош. од/рік;

C_{CVAi} – вартість реального опціону і-го поточного (підтримуючого) проекту, грош. од/рік;

p – кількість проектів, що включаються у портфель.

У багатьох менеджерів виникають сумніви стосовно доцільності аналізу реальних опціонів особливо у аналізі стратегічних можливостей підприємства, серед аргументів проти їх застосування наводять такі:

- неправильно розрахований реальний опціон на відтермінування прийняття важливого рішення може призвести до втрати позицій на ринку;
- складність розрахунків за окремими видами опціонів, наприклад, багатоетапний американський реальний опціон, крім того складно перевірити розрахунки у порівнянні із традиційною схемою аналізу на основі дисконтування грошових потоків;
- можливість маніпулювання вихідними даними для розрахунку вартості опціонів з боку управління.

Невиправдана орієнтація на створення чи пошук реальних опціонів може привести до спекулятивного характеру діяльності компанії без дотримання чіткої стратегії, що в кінцевому підсумку зменшить вартість підприємства.

Ми вважаємо викладені рекомендації до використання методу реальних опціонів у поєднанні із принципом вартісної координації стратегічних і поточних рішень позбавить певних вказаних недоліків, а навпаки дозволить реалізувати ефективну політику вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю підприємства.

Особливо в умовах обмеженого капітального бюджету будуть реалізовуватися ті проекти, які мають значний потенціал адаптації до мінливих зовнішніх умов, що в кінцевому підсумку буде виражено у зростанні вартості підприємства.

Для ефективного управління на основі вартісної координації підприємства повинні:

- виявляти реальні опціони на зростання доданої вартості грошового потоку, що містяться у підтримуючих проектах;
- розробити підходи до оцінювання оптимального часу реалізації проекту – періоду, що дає можливість скористатися реальним опціоном;

- поєднати оцінку реальних опціонів з традиційними методами оцінки;
- сформуванню систему контролю за реалізацією інвестиційних проектів, що включає аналіз використання реальних опціонів.

Запропоновані модифікації методичного апарату оцінки ефективності стратегічних та поточних інвестиційних рішень обумовлені необхідністю формування ефективної системи вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю з урахуванням гнучкості у прийнятті рішень щодо інвестування у реальні підтримуючі проекти. Використання в оцінюванні проектів реальних опціонів дає можливість урахувати певні зміни у реалізації проекту: можливість його довгострокового припинення, збільшення проектної потужності, призупинення частини виробничих ліній тощо.

Оцінка реальних опціонів розглядається нами не як альтернатива, а як доповнення до методу грошової доданої вартості. При цьому запропоновані інструменти аналізу інвестиційних рішень та їх координація повинні бути включені у реально існуючі на підприємстві процедури підготовки, прийняття, моніторингу і контролю за реалізацією інвестицій.

3.2 Оцінка періоду економічного життя стратегічних інвестицій на основі аналізу показників діяльності підприємств машинобудівної галузі України

Визначення періоду економічного життя стратегічних інвестицій базується на послідовному розрахунку показників, що відображають тенденції створення вартості підприємствами галузі машинобудування і аналізі закономірностей її формування та існування за наступним алгоритмом.

Перший етап передбачає розрахунок показників у динаміці, що характеризують тенденції створення вартості у машинобудівній галузі та формують часовий ряд статистичних спостережень. Вище нами було запропоновано проводити аналіз динаміки створення вартості підприємствами машинобудівної галузі за допомогою показника, що враховує різницю рентабельності операційної діяльності і середньозваженої вартості капіталу та обсяги інвестованого капіталу. Зазначений показник економічного прибутку галузі (EP^i) відповідає концепції доданої вартості та розраховується за формулою 2.25.

Одним з ключових факторів створення економічного прибутку підприємствами у процесах свого функціонування виступає структура капіталу, що приймає участь у формуванні вартості підприємств машинобудування та визначає мінімальний обсяг прибутку від операційної діяльності, що має бути сплачений інвесторам, кредиторам та власникам підприємства, достатній для компенсації втрат від можливості альтернативних вкладень та комплексу ризиків зовнішнього та внутрішнього характеру.

Історія розвитку машинобудування України, особливості становлення та функціонування фінансового ринку визначили інтегральні параметри структури джерел фінансування діяльності підприємств та обсягів задіяного капіталу.

Аналіз даних наведених у додатку Г та рисунку 3.3 засвідчив, що в структурі капіталу машинобудівних підприємств переважає власний капітал не залежно від підгалузей машинобудування.

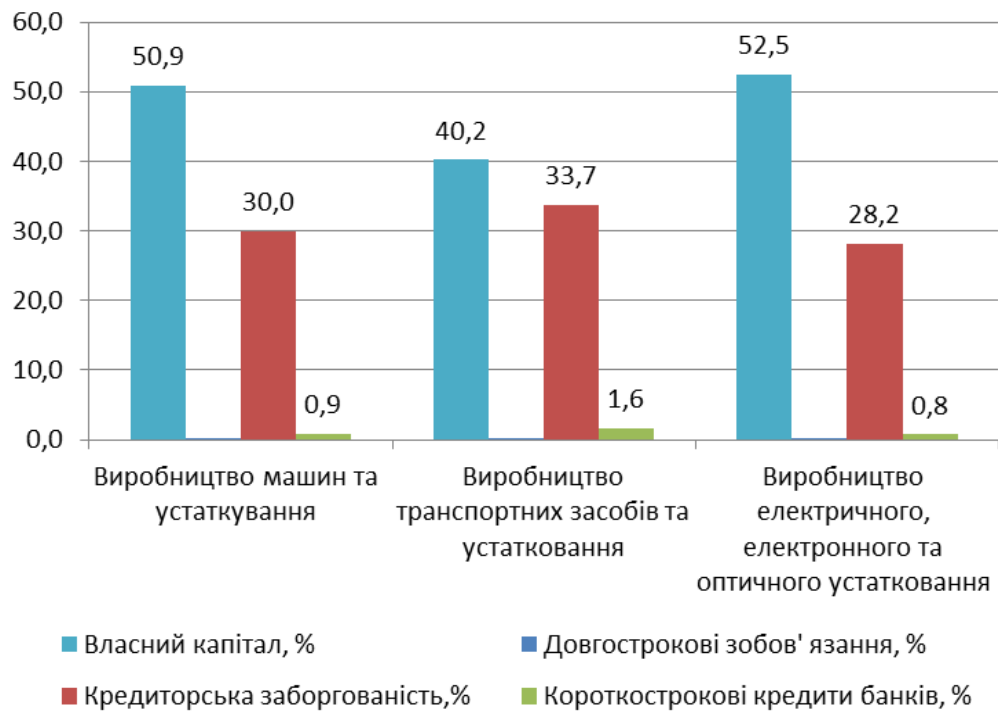
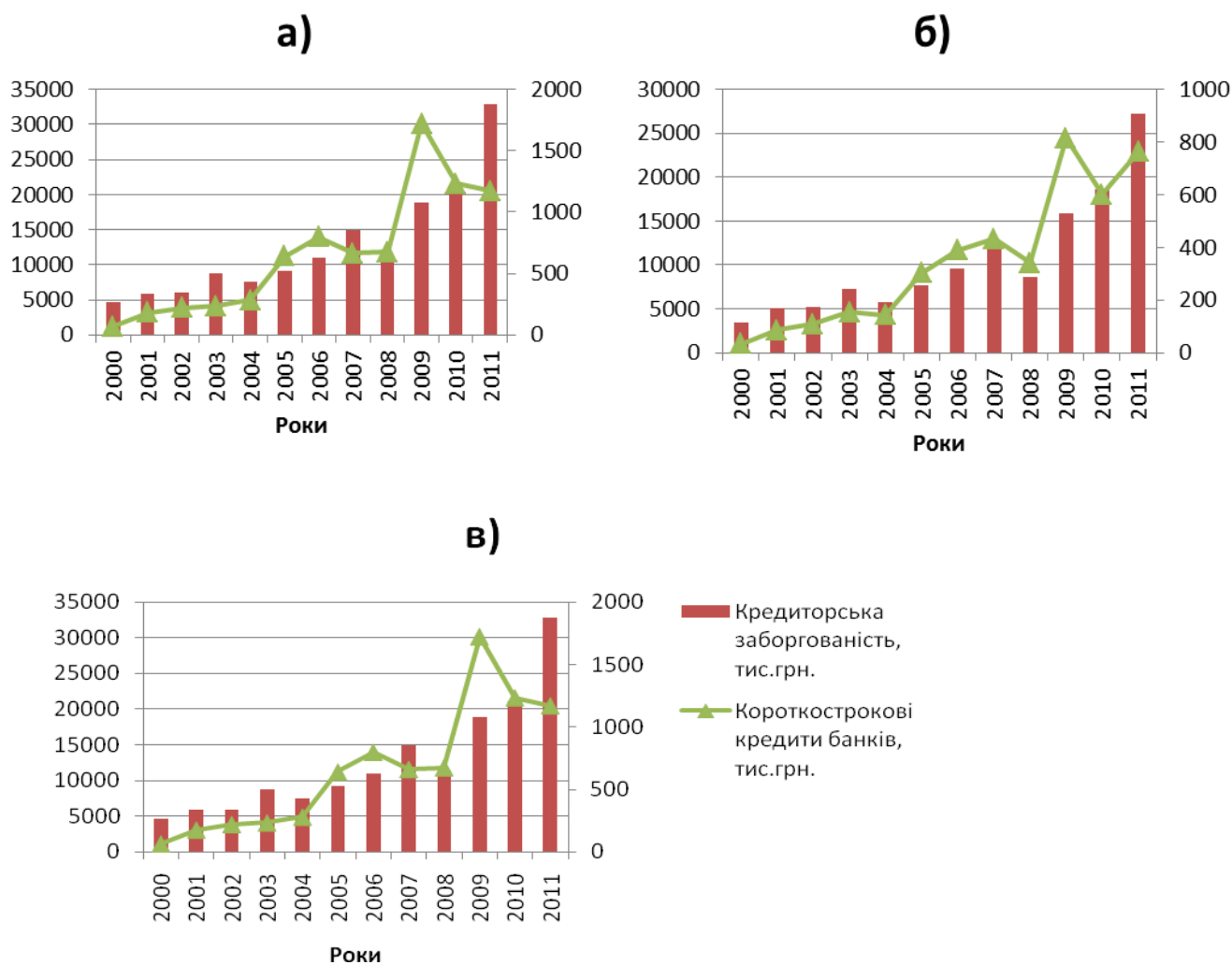


Рис. 3.3 Середні показники структури капіталу підприємств машинобудівної галузі за період 2000-2011 роки.

За аналізований період – 2000-2011 роки його частка в середньому становить від 40,2% для підприємств, задіяних у виробництві транспортних засобів та устаткування до 52,5% для підприємств, що відносяться до підгалузі «Виробництво електричного, електронного та оптичного устаткування».

Фінансування поточних потреб поповнення обігових коштів забезпечується за рахунок кредиторської заборгованості, частка якої варіює від 28 % до 32 % та за рахунок залучення короткострокових кредитів. Динаміка короткострокових позикових коштів підприємств машинобудування за підгалуззями відображена на рисунку 3.4.



а) Виробництво машин та устаткування

б) Виробництво транспортних засобів та устаткування

в) Виробництво електричного, електронного та оптичного устаткування

Рис. 3.4. Динаміка короткострокових позикових коштів підприємств машинобудування за підгалузями.

Окремо потрібно відзначити незначний обсяг коштів, залучених підприємствами на довгостроковій основі, частка яких, за всіма підгалузями, за період з 2000 по 2008 роки коливалася у межах від 0,6 до 6 % сукупного капіталу. Однак, справедливим буде відмітити суттєве зростання довгострокової складової капіталу підприємств машинобудівної галузі протягом останніх трьох років (рис. 3.5).



Рис. 3.5. Динаміка довгострокових кредитів в структурі капіталу підприємств машинобудування.

Окремим етапом у розрахунку середньозваженої вартості капіталу є аналіз методичних підходів до визначення вартості його складових, що відповідають з одного боку наявній інформаційній базі їх використання, а з іншого – сучасним запитам системи управління інвестиційною діяльністю, специфічним умовам формування вартості окремих елементів капіталу.

Традиційно, в оцінюванні вартості елементів капіталу підприємства враховують власний капітал та компоненти боргу, що включає коротко- та довгострокові кредити банків та інших кредиторів, довгострокові фінансові зобов'язання.

Для оцінки вартості власного капіталу в економічній літературі запропоновано використовувати наступні методи:

- метод дисконтованих грошових потоків – DCF;
- метод порівнянь (метод мультиплікаторів);
- модель оцінки капітальних активів (CAPM).

Аналіз особливостей зазначених методів та можливості їх застосування у практичних розрахунках наведено у таблиці 3.2.

Таблиця 3.2

Порівняльний аналіз можливості застосування методів оцінки вартості
власного капіталу підприємств машинобудівного комплексу

Метод оцінки	Сутність методу	Особливості використання
1. Метод DCF	Базується на оцінці прогнозного дисконтованого грошового потоку	- застосовується для оцінки великих та середніх стабільно функціонуючих підприємств на стадії зростання або зрілості; - не використовується для хронічно збиткових підприємств [157] - обмеженість використання через відсутність аналітичної бази, неточність прогнозних оцінок [12]
2. Метод порівнянь: 2.1 метод ринкових оцінок; 2.2 метод угод; 2.3 метод мультиплікаторів.	Базується на оцінці вже здійснених угод за компаніями аналогами з використанням коригувальних коефіцієнтів або розрахованих мультиплікаторів.	Об'єктивність оцінки суттєво залежить від обсягу аналітичної бази щодо угод, які здійснюються на відкритому конкурентному ринку, за рівних умов доступу усіх інвесторів до інформації, та відсутності неекономічного впливу на ціну угоди. Традиційно метод передбачає наявність 6-8 компаній-аналогів [157].
3. Модель оцінки капітальних активів (CAPM)	Вартість об'єкта оцінки враховує вимоги інвесторів до доходності вкладень, достатніх для компенсації систематичного та індивідуального ризику.	Модель широко використовується у стабільних ринкових умовах за наявності достатньої кількості ретроспективних показників прибутковості діяльності підприємства, потребує розвинутого фондового ринку, наявності інформації щодо прибутковості акцій підприємств, оцінки рівня середнього ризику ринку.

Практичне використання кожного із зазначених методів в сучасних умовах економіки України потребує додаткового обґрунтування з позицій рівня управлінського аналізу, виходячи з поставленої мети та прийнятного рівня об'єктивності, що вимагається на конкретному етапі проведення оцінювання.

Традиційно вважається, що мінімальна доходність інвестування повинна компенсувати системний, середній для економічної системи ризик пов'язаний з відносною варіативністю доходів від ведення бізнесу,

порівняльного рівня коливання цін на товари, що виготовляються, необхідні платні ресурси тощо.

Ми пропонуємо у якості показника, що визначає вартість власного капіталу, задіяного у машинобудівній галузі України, використовувати показник доходності облігацій внутрішньої державної позики України, динаміка якої представлена на рисунку 3.6. Така пропозиція ґрунтується на урахуванні наступних чинників:

- висока питома вага машинобудування в господарському комплексі України;
- рівень кореляційного зв'язку між параметрами, що характеризують функціонування підприємств підгалузей машинобудівного комплексу та підприємств в цілому (таблиця 3.3);
- базові положення моделі оцінки капітальних активів.

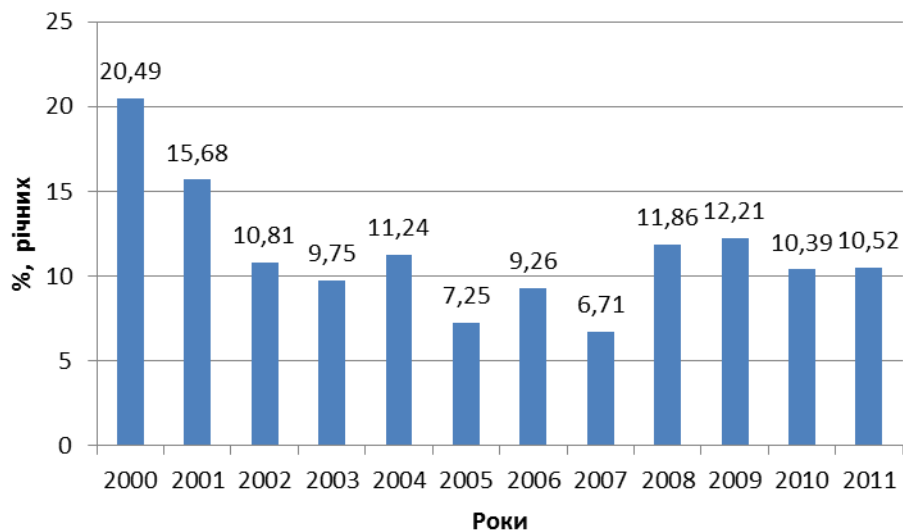


Рис. 3.6. Динаміка вартості власного капіталу підприємств машинобудівного комплексу

Вартість складових боргу у частині короткострокових та довгострокових кредитів пропонується визначати за рівнем середньозваженої ставки відсотка за використання позичкових коштів за роками аналізованого періоду.

Таблиця 3.3

Рівень кореляційного зв'язку показників підприємств
машинобудування та підприємств усіх галузей

Показники	Виробництво машин та устаткування	Виробництво транспортних засобів та устаткування	Виробництво електричного, електронного та оптичного устаткування
Власний капітал	0,985445	0,80306	0,988796
Поточні зобов'язання	0,981497	0,986478	0,965891

Існує думка, що законодавчо-нормативна невизначеність порядку нарахування відсотків на авансовані кошти, термінів сплати за продукцію, товари, роботи та послуги, вимог до рівня штрафних санкцій тощо, зумовлює підхід, за яким кредиторська заборгованість розглядається як безплатний вид запозичених ресурсів [12; 69; 70; 77].

Динаміка вартості елементів боргу у структурі капіталу машинобудівної галузі представлена на рисунку 3.7.



Рис. 3.7. Динаміка середньозважених відсоткових ставок за користування довгостроковими та короткостроковими кредитами

Перспективним джерелом акумуляції фінансових ресурсів довгострокового характеру традиційно вважається емісія корпоративних облігацій. Інвестиційна спрямованість зазначених інвестиційних

інструментів, поряд з їх здатністю не впливати на структуру корпоративного управління може стати потужним джерелом інноваційного розвитку підприємств машинобудівної галузі.

Облігація як фінансовий інструмент довгострокового залучення коштів містить у собі ряд переваг у порівнянні з отриманням довгострокових банківських кредитів та дозволяє підприємству-емітенту займати більш активну позицію в процесі формування та оптимізації структури капіталу.

Незважаючи на позитивні зрушення у розвитку сектору ІРО корпоративних облігацій загальний обсяг операцій їх випуску та обертання незначний. За даними національного рейтингового агентства «Рюрік» загальний обсяг випуску корпоративних облігацій у 2011 порівняно з 2010 роком зріс на 26,2 млрд. грн. до 37,5 млрд. грн., що становить 19,99% загальної емісії цінних паперів за останній рік, а частка торгів на вторинному ринку облігацій склала лише 9,1% [6].

За нашими розрахунками, частка фінансового запозичення коштів за допомогою облігацій у структурі капіталу підприємств України 2011 році становила 3,44 %, а ставка відсотка, що пропонувалась емітентами є співставною з розміром плати за користування довгостроковими коштами банків [32]. Таким чином, визначення вартості частини позикового капіталу галузі, у сучасних умовах можна проводити без урахування специфіки розрахунку вартості облігації.

Враховуючи розглянуті тенденції у формуванні структури капіталу підприємств машинобудівного комплексу з урахуванням специфіки галузі, особливостей функціонування фондового та кредитного ринків, середньозважена вартість капіталу визначається за формулою:

$$WACC = k_e \times \frac{E}{(E+D)} + k_d \times (1 - T) \times \frac{D}{(E+D)}, \quad (3.16)$$

де k_e – доходність власного капіталу, %;

E – обсяг власного капіталу, грн.;

D – обсяг запозиченого капіталу (боргу), грн.;

T – ставка податку [13].

Враховуючи наведені вище результати аналізу динаміки і структури капіталу у машинобудівній галузі, нами було обраховано значення середньозваженої вартості капіталу машинобудівної галузі по роках аналізованого періоду. Результати розрахунку представлені на рисунку 3.8.



Рис. 3.8 Динаміка середньозваженої вартості капіталу машинобудівного комплексу України

Детальні розрахунки **WACC** наведені у таблиці додатку Д.

Загальні тенденції створення економічного прибутку галузі ми будемо оцінювати шляхом співставлення рентабельності інвестованого капіталу, розрахованої як співвідношення сум операційного прибутку та інвестованого капіталу і середньозваженої вартості капіталу. Позитивна різниця зазначених показників свідчить про спрямованість діяльності галузі на створення вартості, формує її інвестиційну привабливість та визначає здатність забезпечити свій подальший розвиток поряд із реалізацією інтересів акціонерів, кредиторів та інвесторів. Від’ємна різниця характеризує деструктивну відносно створення вартості діяльність. Результати аналізу динаміки показників вартості за підгалуззями машинобудування подані на рисунку 3.9.



Рис. 3.9. Динаміка різниці між рентабельністю операційної діяльності та середньозваженою вартістю капіталу машинобудівної галузі

Взаємодія сукупності факторів зовнішнього та внутрішнього впливу з урахуванням стадії життєвого циклу, на якій знаходиться підприємство, визначає тенденції економічного прибутку галузі, результати розрахунку якого за період 2000-2011 рр. представлені на рисунку 3.10.

Проведемо розрахунки періоду економічного життя стратегічних інвестицій за допомогою методу нормованого розмаху. Враховуючи загальну довжину часового ряду в 12 років для розрахунку показників Хьорста (H) нами були обрані періоди (N), за якими досліджується динаміка показника економічного прибутку галузі тривалістю (довжиною) 2, 3, та 4 роки.

Відповідно до запропонованого у другому розділі дисертаційної роботи алгоритму у якості показника, динаміка якого досліджується, беремо різницю між рентабельністю операційної діяльності та середньозваженою вартістю капіталу, динаміка якого подана на рис. 3.9. Проте враховуючи особливості структури капіталу вітчизняних підприємств у практичних розрахунках врахуємо також обсяг інвестицій, що реалізуються у відповідному році, тобто в аналізі будемо використовувати аналог показника економічного прибутку (EP), розрахований, як добуток досліджуваного показника (D_t) та суми інвестицій.



Рис. 3.10. Динаміка економічного прибутку за підгалуззями машинобудівного комплексу

Далі послідовно розрахуємо середнє значення економічного прибутку галузі ($\overline{EP^i}$) за період N , відхилення від середнього для кожного EP^i_t , кумулятивне відхилення від середнього, розмах відхилення $EP^i_{t,N}$ від середнього. Порядок та результати розрахунків для підгалузей машинобудування представлено у таблицях 3.11, 3.12 і 3.13 відповідно.

Таблиця 3.11

Розрахунок параметрів для визначення показників Хьорста для підгалуззі «Виробництво машин та устаткування»

		$\overline{EP^i}$	$EP^i_{t,N}$	$EP^i_{t,N} \text{ Кум}$	S	R	R/S	$\log(R/S)$	$\log(N)$
$N=2$									
1	-85722,5	-19833,4	-65889,1	-65889,1	60963,95	123604,4	2,027499	0,306961	0,30103
2	-11017,5	x	8815,868	-57073,2	x	x	x	x	x
3	-40029,5	x	-20196,1	-77269,3	x	x	x	x	x
4	-19324,6	x	508,8312	-76760,5	x	x	x	x	x
5	-66677,3	x	-46843,9	-123604	x	x	x	x	x
6	103770,9	x	123604,4	0	x	x	x	x	x
$N=3$									
1	-85722,5	-17171,6	-68550,9	-68550,9	44394,67	68550,89	1,544124	0,188682	0,477121
2	-261,008	x	16910,59	-51640,3	x	x	x	x	x
3	-19324,6	x	-2152,99	-53793,3	x	x	x	x	x
4	36621,7	x	53793,3	0	x	x	x	x	x
$N=4$									
1	-85722,5	-64143,1	-85722,5	-85722,5	18739,95	106706,8	5,694081	0,755424	0,60206
2	-40029,5	x	-40029,5	-125752	x	x	x	x	x
3	-66677,3	x	-66677,3	-192429	x	x	x	x	x

Таблиця 3.12

Розрахунок параметрів для визначення показників Хьорста для підгалузі «Виробництво транспортних засобів та устаткування»

		\overline{EP}_t^i	$EP_{t,N}^i$	$EP_{b,N}^i$ Кум	S	R	R/S	$\log(R/S)$	$\log(N)$
N=2									
1	-54734	5165,035	-59899	-59899	39885,09	91956,52	2,305537	0,362772	0,30103
2	2968,134	x	-2196,9	-62095,9	x	x	x	x	x
3	-24695,5	x	-29860,6	-91956,5	x	x	x	x	x
4	14972,77	x	9807,733	-82148,8	x	x	x	x	x
5	18042,44	x	12877,4	-69271,4	x	x	x	x	x
6	74436,42	x	69271,39	0	x	x	x	x	x
N=3									
1	-54734	15371,1	-70105,1	-70105,1	50172,26	71780,96	1,43069	0,155546	0,477121
2	14093,54		-1277,55	-71382,6	x	x	x	x	x
3	14972,77		-398,319	-71781	x	x	x	x	x
4	87152,05		71780,96	0	x	x	x	x	x
N=4									
1	-54734	-20462,4	-34271,6	-34271,6	29861,26	38504,81	1,289457	0,110407	0,60206
2	-24695,5	x	-4233,17	-38504,8	x	x	x	x	x
3	18042,44	x	38504,81	0	x	x	x	x	x

Таблиця 3.13

Розрахунок параметрів для визначення показників Хьорста для підгалузі «Виробництво електричного, електронного та оптичного устаткування»

		\overline{EP}_t^i	$EP_{t,N}^i$	$EP_{b,N}^i$ Кум	S	R	R/S	$\log(R/S)$	$\log(N)$
N=2									
1	-17158,9	13729,93	-30888,9	-30888,9	32195,43	79556,47	2,471049	0,392881	0,30103
2	48952,07	x	35222,15	4333,281	x	x	x	x	x
3	58064,25	x	44334,33	48667,61	x	x	x	x	x
4	12268,68	x	-1461,25	47206,36	x	x	x	x	x
5	11836,92	x	-1893,01	45313,35	x	x	x	x	x
6	-31583,4	x	-45313,3	0	x	x	x	x	x
N=3									
1	-17158,9	-253,448	-16905,5	-16905,5	32464,91	58093,96	1,789439	0,252717	0,477121
2	45318,39	x	45571,84	28666,34	x	x	x	x	x
3	12268,68	x	12522,12	41188,47	x	x	x	x	x
4	-41441,9	x	-41188,5	0	x	x	x	x	x
N=4									
1	-17158,9	-17158,9	17580,74	-34739,7	-34739,7	30977,15	40483,51	1,306883	0,116237
2	58064,25	x	40483,51	5743,825	x	x	x	x	x
3	11836,92	x	-5743,83	0	x	x	x	x	x

Аналіз методу нормованого розмаху та складових формули розрахунку показника Хьорста свідчить, що на його зростання та об'єктивність отриманих оцінок суттєво впливають збільшення розмаху коливань, зменшення середньоквадратичного відхилення, а також зменшення кількості

спостережень. За невеликої кількості спостережень показник Хьорста може засвідчити наявність персистентності (трендовості) навіть у випадковому часовому ряді. З метою усунення такої можливості дослідниками методу нормованого розмаху було проведено аналіз стійкості показника Хьорста. [108; 123].

За результатами аналізу, базуючись на кореляції між кількістю спостережень та співвідношенням теоретичного та фактичного показника Хьорста у роботі [105] було запропоновано скориговану формулу розрахунку, що дозволяє максимально наблизити його значення до стандартного для випадкового ряду ($H=0,5$) для усіх значень N :

$$H = \frac{\log(R/S)}{\log(\pi \times N/2)} \times (-0,0011 \times \ln(N) + 1,0136) \quad (3.17)$$

Розрахунок показників Хьорста для обраних інтервалів за підгалуззями машинобудування наведений у таблиці 3.14.

Таблиця 3.14

Розрахунок показників Хьорста за підгалуззями машинобудування

N	$\log(R/S)$	$\log(N)$	H
<i>Виробництво машин та устаткування</i>			
2	0,306961	0,30103	0,625645
3	0,188682	0,477121	0,283825
4	0,755424	0,60206	0,958125
<i>Виробництво транспортних засобів та устаткування</i>			
2	0,362772	0,30103	0,739399
3	0,155546	0,477121	0,233979
4	0,110407	0,60206	0,140032
<i>Виробництво електричного, електронного та оптичного устаткування</i>			
2	0,392881	0,30103	0,800767
3	0,252717	0,477121	0,380149
4	1,306883	0,116237	0,958125

Теоретично передумовою використання моделі нормованого розмаху для встановлення періоду економічного життя стратегічних інвестицій є характеристика інерції часового ряду. Початковий імпульс заданий

отриманням окремим підприємством конкурентних переваг неодмінно буде примушувати конкурентів поступово наближати індивідуальні параметри операційної рентабельності та середньозваженої вартості капіталу до середньогалузевих рівнів, таким чином формуючи певний період, протягом якого підприємства будуть створювати вартість. В моделі R/S аналізу під середнім циклом розуміється період часу, протягом якого «втрачається пам'ять» про початкові умови або імпульс [49]. Таким чином, аналізуючи динаміку співвідношення логарифмів R/S та N існує можливість виявити момент зламу тенденції для обраного періоду N, що буде визначати пік циклу. У роботі [108] доведено, що зі зменшенням частоти коливань зазначений пік буде зміщено вправо, а визначити повну фазу циклу можна за формулою:

$$F = 0,83447 \times N^{1,002456}, \quad (3.18)$$

Базуючись на розглянутих положеннях нами було розраховано середню тривалість циклу створення вартості у аналізованих підгалузях машинобудування, на основі якого пропонуємо визначати період життя стратегічних інвестицій. Результати розрахунків наведено у таблиці 3.15.

Таблиця 3.15

Період економічного життя стратегічних інвестицій для підгалузей машинобудування

Підгалузь машинобудування	N у точці перелому показника Хьорста	Період економічного життя стратегічних інвестицій, років
Виробництво машин та устаткування	3	10,06
Виробництво транспортних засобів та устаткування	4	13,41
Виробництво електричного, електронного та оптичного устаткування	3	10,05

Використання запропонованого методичного підходу до визначення періоду економічного життя стратегічних інвестицій суттєво обмежується наявною статистичною базою для проведення аналізу. При цьому отримані оцінки можна вважати достатньо об'єктивними, оскільки швидкість розповсюдження змін у досліджуваній галузі значно менша порівняно, наприклад, зі сферами інформаційних технологій чи інтернет-бізнесу. Крім того, особливістю фрактального аналізу є можливість проєкції оцінок, отриманих за менший період, на більш тривалі періоди часу [123].

3.3 Оцінка ефективності стратегічного інвестиційного проекту на основі доданої грошової вартості

Для апробації науково-методичного підходу до оцінки ефективності стратегічних інвестицій у роботі обрано проект з будівництва та інтегрування у виробничий процес ливарного цеху, що реалізується ПАТ «Сумський завод насосного та енергетичного машинобудування Насосенергомаш». Організація власного виробництва дозволить підприємству зменшити залежність від постачальників, збільшити гнучкість та варіативність параметрів комплектуючих, синхронізувати постачання ливарної продукції з основними виробничими операціями, оптимізувати витрати пов'язані з розміщенням замовлень, транспортуванням деталей та складські витрати.

Для реалізації потреби насосного виробництва у якісних металевих відливках при організації ливарного виробництва було обрано технологію «No-bake»(ХТС-процес). Порівняння техніко-економічних характеристик з традиційними технологіями (ПГС) та альтернативними сучасними технологіями вакуум-плівкової формовки (ВПФ або V-процес) дозволяє виділити ряд переваг:

- відносно невисокий рівень початкових капітальних інвестицій;

- можливість повторного використання формовочних компонентів, що дозволяє зменшувати поточні витрати виробництва;
- високі показники продуктивності праці за рахунок збереження формовочними сумішами готовності до використання протягом усього робочого часу, високої швидкості затвердіння форми та готовності до заливки металу;
- зменшення витрат пов'язаних з подальшою механічною обробкою відлитих деталей та втрат від браку за рахунок високої точності та твердості виготовлених форм [40].

Капітальна частина інвестиційного проекту передбачає фінансування будівництва приміщення ливарного цеху, придбання та монтаж автоматизованої формувальної лінії, індукційних печей та систем комп'ютерного керування.

Проект передбачає суму початкових інвестицій у розмірі 83894 тис грн., які заплановано освоїти у дві черги протягом 2012-2013 років.

Перший етап передбачає будівництво цеху, придбання та монтаж частини обладнання технологічної лінії виготовлення ливарних форм OMEGA, що включає автоматичні формувальні станції заповнення модельних ящиків СПАРТАН, формувальні вібростоли, маніпулятори форм для перекидання та зняття опок, збирання половинок форм, фарбування. Крім того передбачено комплектування ділянки регенерації формувальних сумішей комплексом обладнання GAMMAVATOR [191].

Сума інвестицій першого етапу становить 53894 тис. грн.

Другий етап передбачає інвестування 30000 тис. грн. у придбання, систем розігріву металу EGES, до складу яких входять конвеєр чушок зі зберіганням, механізми транспортування чушок, механізм загрузки, конденсаторна батарея з індуктором. Крім того, 2013 року заплановано серія пробного виплавляння металу та остаточного запуску ливарного виробництва.

Історія розвитку, організаційно-економічні та фінансові характеристики підприємства визначають його інвестиційну привабливість та формують основу для проведення оцінки потенціалу підприємства у створенні вартості та реалізації інтересів акціонерів та інвесторів щодо зростання інвестованого капіталу.

Серед основних передумов створення вартості та підтримання існуючого рівня конкурентних переваг підприємства можна виділити такі.

Тривалий (60 років) досвід проектування, виготовлення, супроводження експлуатації насосного обладнання, силових агрегатів та складних гідравлічних систем, що забезпечують ефективну роботу нафтової, атомної, енергетичної та інших галузей.

З моменту заснування насосного виробництва підприємство набуло позиції лідера у галузі атомного, промислового та енергетичного насособудування. Забезпечуючи насосним обладнанням теплові, атомні станції, магістральні трубопроводи, станції підтримання пластового тиску, ПАТ «Насосенергомаш» визнали як надійного партнера більш ніж у 50 країнах світу. Обсяг виробленої продукції, що експортується за межі України постійно зростає. За період з 2009 – 2011 роки він збільшився втричі та становив 967 млн.грн. Структура експорту за країнами представлена на рисунку 3.11.

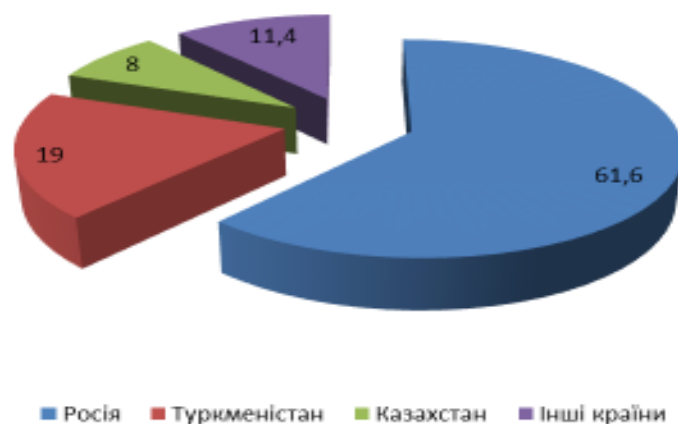


Рис. 3.11. Структура експорту продукції підприємства ПАТ «Насосенергомаш»

Крім того, ПАТ «Насосенергомаш» виконує окремі замовлення на виробництво насосних агрегатів машинних залів та систем аварійної безпеки енергоблоків на АЕС "Куданкулам" (Індія), реалізуються проекти оснащення атомних та парогазових теплових станцій з замовниками Китаю, В'єтнаму, Ірану, Угорщини, Болгарії, Естонії та інших країн [147].

2. Постійне удосконалення технічних та економічних параметрів продукції, що виготовляється відповідно до запитів споживачів.

В процесі виконання замовлень споживачів здійснюється розроблення та виготовлення продукції, що диференціюється за технічними параметрами напору, частоти обертання, потужності двигунів та іншими, відповідно до індивідуальних умов подальшої експлуатації, структури рідини тощо. Так, протягом останніх років були спроектовані, випробувані та запущені у виробництво насосні агрегати типу НЦН-Е, НМ, ЦНС для облаштування Ванкорського нафтового родовища, агрегати НПВ 1250-60-М-1 для Верхньо-Чонського нафтогазоконденсатного родовища, насоси типу НГПН-М 3600-120 для облаштування нафтобази «Усть-Луга» ОАО «Транснефть» (Російська Федерація), що можуть використовуватися при температурах навколишнього середовища від -45 до $+45^{\circ}\text{C}$, температурі нафти та нафтопродуктів від -10°C до $+50^{\circ}\text{C}$, передбачають можливість встановлення у сейсмонебезпечних районах [147].

У 2011 році на підприємстві було побудовано та введено в експлуатацію єдиний у Європі комплекс для натурних випробувань магістральних насосів з потужністю головного приводу 14 МВт. Завдяки реалізації цього інвестиційного проекту вартістю 20 млн. дол. у підприємства з'явилась можливість проводити випробування за параметрами, що відповідають реальним умовам експлуатації продукції, що виготовляється.

Першими випробування на стенді пройшли насосні агрегати нового покоління НМ 10000-380-2, розроблені та виготовлені для системи транспортування нафти Східний Сибір – Тихий океан за замовленням ОАО "АК "Транснефть" [147].

3. Інноваційна спрямованість виробництва, що базується на реалізації потенціалу власної науково-дослідної бази та конструкторських розробок.

ПАТ «Насосенергомаш» широко використовує результати наукових досліджень як у техніко-технологічному, так і організаційно економічному напрямках. Серед пріоритетів підприємством визначені вдосконалення технології і організації виробництва, проведення аналізу відповідності діючих конструкцій насосного устаткування світовим стандартам, проведення модернізації вузлів насосного устаткування, скорочення оборотності виробничих запасів, готової продукції, незавершеного виробництва, зниження собівартості продукції, що випускається [147].

Обсяг витрат на дослідження і розробки підприємства постійно зростають. У 2011 році їх розмір склав 2145 тис. грн. Завдяки цьому ПАТ «Насосенергомаш» реалізує стратегію постійного удосконалення споживчих характеристик продукції, що випускається та збільшення кількості нових видів продукції (рис. 3.12).

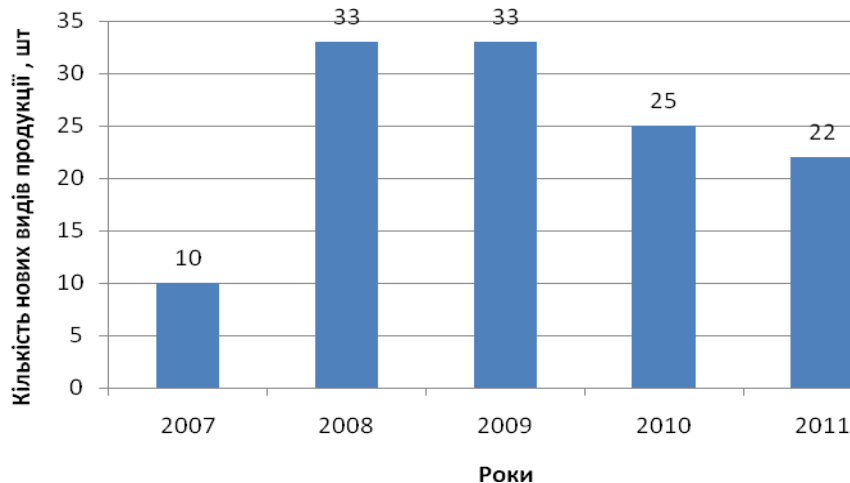


Рис. 3.12. Впровадження нових видів продукції ПАТ «Насосенергомаш»

Протягом 2010-2011 років на підприємстві впроваджується комплексна системи автоматизації виробництва, для управління замовленнями на всіх стадіях виробничого циклу, що дозволяє оптимізувати завантаження устаткування, координувати завантаженість виробничих потужностей за

циклами виготовлення продукції, виконувати перепланування виробництва відповідно до зміни умов та потреб ринку.

4. Відповідність технічних параметрів продукції сучасним світовим стандартам.

Основним фактором забезпечення конкурентоспроможності продукції, підтвердження її відповідності основним вимогам щодо якості, умовою виходу на міжнародні ринки, участі в тендерах або конкурсах з метою укладання контрактів з замовниками є отримання сертифікатів відповідності міжнародним стандартам ISO серії 9000. На підприємстві впроваджена система менеджменту якістю, побудована у відповідності до міжнародного стандарту ISO-9001 та сертифікована Міжнародним бюро VERITAS. Крім того, насосне обладнання, що використовується для добутку та транспортування нафти сертифіковане на відповідність міжнародним стандартам API 610 и API 682.

Для побудови та оцінки ефективності скоординованого інвестиційного портфеля стратегічних та підтримуючих інвестицій доцільно розглянути основні показники, що характеризують якість фінансово-господарської діяльності підприємства та визначають фактори створення вартості, дозволяють формувати прогностичні значення показників, що використовуються в удосконаленій нами моделі CVA.

Так, розмір доданої грошової вартості (CVA_t) визначається як різниця між операційним грошовим потоком (OCF_t) та скоригованим необхідним грошовим потоком ($OCFD_{cor}$), що, у свою чергу, складається з мінімального операційного грошового потоку та витрат на капітал.

Здійснивши декомпозицію показників моделі (рис. 3.13) можемо поряд із встановленням переліку показників, обсяг та динаміка яких підлягає прогнозуванню в процесі аналізу ефективності реалізації проекту стратегічних інвестицій, визначати сукупність стратегій та оперативних заходів в процесі управління факторами створення доданої вартості грошового потоку.

Із входженням ПАТ «Насосенергомаш» у 2005 році до складу міжнародного машинобудівного холдингу ОАО «ГМС Груп», відбулась трансформація стратегічного управління підприємством відповідно до вартісної ідеології.

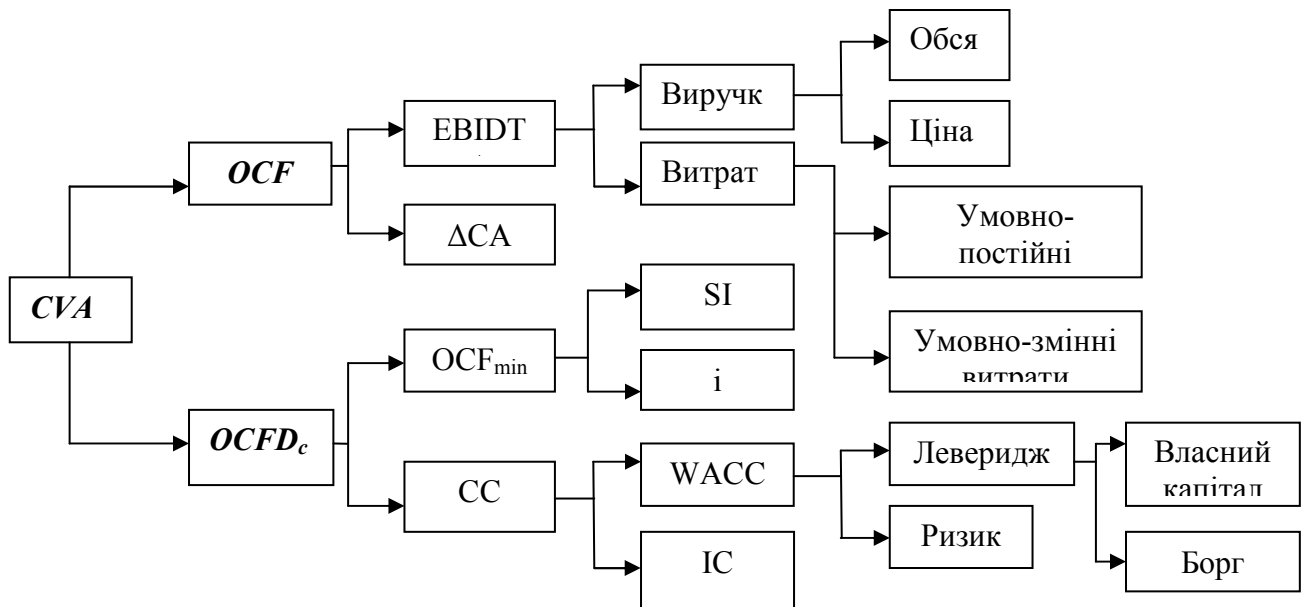


Рис. 3.13. Декомпозиція показників удосконаленої моделі доданої грошової вартості

Підтвердженням цьому слугують тенденції, що виявляються в процесі аналізу показників фінансової звітності підприємства.

Розширення ринків збуту продукції, що виготовляється, зростання її номенклатури, вимагає від підприємства реалізації інвестиційних програм зростання активів виробничого призначення.

Зростання обсягів інвестицій, спрямованих на досягнення конкурентних переваг та подовження періоду їх утримання, визначає тенденції до зменшення у динаміці показників рентабельності активів та рентабельності діяльності підприємства. З іншого боку, розширення попиту на насосні агрегати, оптимізація витрат їх виробництва, покращання якісних характеристик продукції, що виготовляється, забезпечило зростання

показника рентабельності продукції підприємства, рівень якої досяг 33% у 2010 році (рис. 3.14).

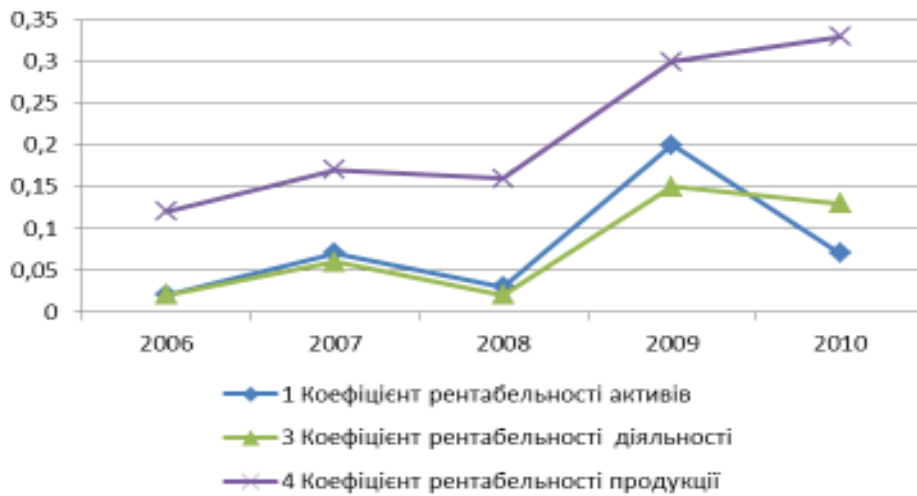


Рис. 3.14. Аналіз динаміки показників рентабельності ПАТ «Насосенергомаш»

Особливістю реалізації інвестиційної програми підприємства на даному етапі виступає не оновлення або модернізація активної частини необоротних активів підприємства, а її розширення.

Так, зростання обсягів інвестиційних вкладень в основні засоби та незавершене будівництво визначають зростання коефіцієнта оновлення. При цьому, підприємство не відмовляється від використання існуючих основних фондів, що підтверджується зменшенням коефіцієнта вибуття (рис. 3.15).



Рис. 3.15. Динаміка необоротних активів підприємства

Одним з основних факторів формування доданої грошової вартості в удосконаленій моделі CVA виступає вартість капіталу. Прогнозування структури капіталу, що буде використовуватися для фінансування інвестиційного проекту організації ливарного виробництва, базується на аналізі системи управління джерелами довгострокового та короткострокового фінансування діяльності ПАТ «Насосенергомаш». На підприємстві реалізується політика управління структурою капіталу, розроблена та впроваджена на всіх підприємствах холдингу ОАО «ГМС Груп».

Цільовою функцією стратегії управління джерелами фінансування є максимальне зменшення боргової частки капіталу та відповідно фінансових витрат, пов'язаних із залученням коштів, що має сприяти підтриманню конкурентних переваг підприємств, що входять до холдингу. Довгострокові залучення, що здійснює група, на даному етапі спрямовані на реалізацію стратегії поглинання підприємств з метою збільшення частки ринку (рис. 3.16)

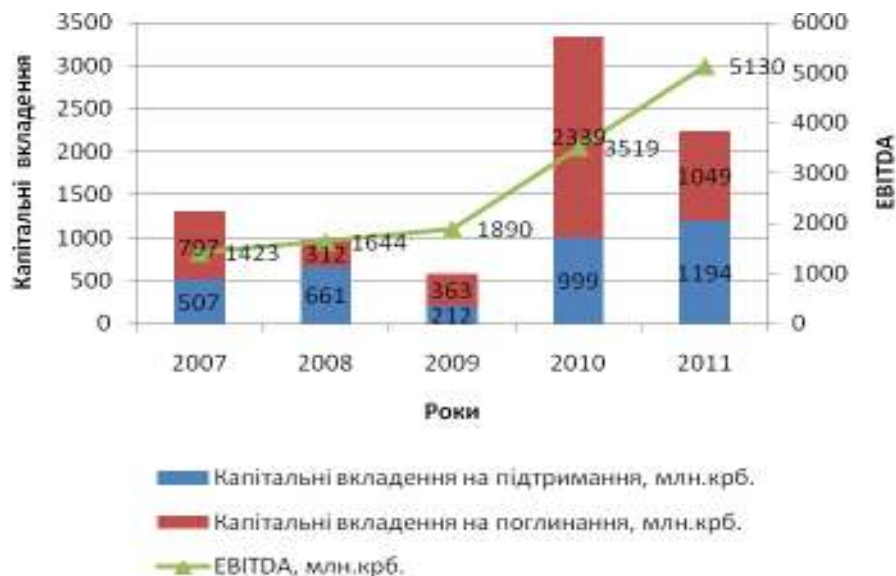


Рис. 3.16. Структура капітальних вкладень ОАО «ГМС Груп» [177]

Використання сприятливої кон'юнктури, що складається на ринку добування та транспортування нафти, розвиток атомної енергетики

забезпечує зростання прибутку холдингу, що виступає основним джерелом фінансування інвестиційних проектів з модернізації, оновлення або розширення виробництва підприємств, що до нього входять.

Фінансування поточної діяльності холдингу здійснюється за рахунок виручки та формування короткострокової кредиторської заборгованості (табл.3.16.).

Таблиця 3.16

Структура фінансування поточної діяльності холдингу [118].

Показники	2007	2008	2009	2010	2011
Виручка, млн.крб.	13399	14046	14772	23070	27496
Грошові кошти, млн.крб.	377	669	758	351	1598
Чистий борг, млн.крб.	2638	3455	4573	4298	1598
Собівартість реалізованої продукції, млн.крб.	10807	10773	11164	17497	19121
Доля собівартості у доході, %	80,7	76,7	75,5	75,3	69,5

Подібні тенденції характерні для формування джерел фінансування діяльності ПАТ «Насосенергомаш».

Структура власного капіталу підприємства представлена на рисунку 3.17.

Починаючи з 2005 року частка нерозподіленого прибутку у власному капіталі постійно зростала. За аналізований період нерозподілений прибуток збільшився у 4,3 рази і досяг обсягу 144099 тис. грн., а його частка у власному капіталі на кінець 2010 року становила 77,2 %.

Це засвідчує намагання ОАО «ГМС Груп», як головного акціонеру ПАТ «Насосенергомаш», забезпечити реалізацію інвестиційних проектів за рахунок внутрішніх фінансових джерел, спрямовуючи прибуток у подальший розвиток підприємства. Орієнтація на власні джерела капіталу підтверджується динамікою зміни обсягів коштів, сформованих за рахунок зовнішніх джерел.

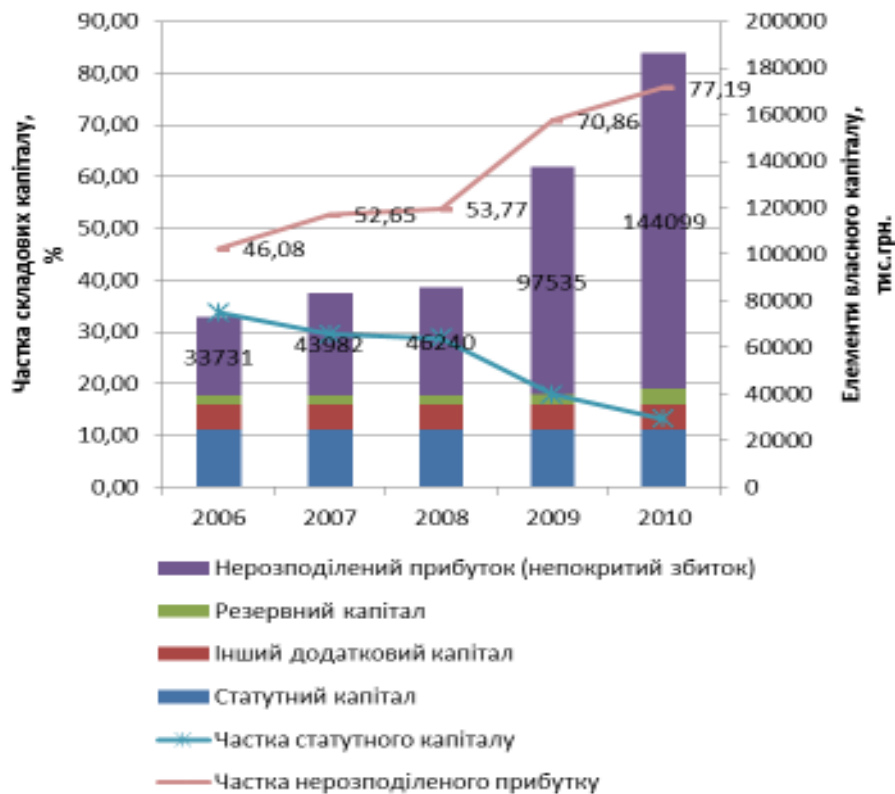


Рис. 3.17. Структура власного капіталу ПАТ «Насосенергомаш».

Враховуючи відносно високу вартість довгострокових банківських кредитів, ПАТ «Насосенергомаш» повністю відмовилось від їх використання починаючи з 2008 року. Виникнення довгострокових фінансових зобов'язань у 2009 році у сумі 36484 тис. грн. характеризує заборгованість за придбані довгострокові фінансові інвестиції в дочірнє підприємство ЗАТ "НПВО "Гідромаш". Така операція пов'язана з трансформацією корпоративного управління холдингу, відповідно, враховувати її при прогнозуванні структури капіталу інвестиційного проекту не потрібно.

Протягом аналізованого періоду відбулась переорієнтація у структурі короткострокових джерел зовнішнього фінансування. Так, у 2010 році підприємство не використовувало короткострокові банківські кредити. При цьому відбувалось зростання поточної кредиторської заборгованості та поточних зобов'язань за розрахунками з одержаних авансів. Така трансформація позитивно відбивається на показнику середньозваженої вартості капіталу, тому що, як зазначалось раніше, кредиторська

заборгованість не має чітко встановлених параметрів вартості і до розрахунку показника не приймається.

Таблиця 3.17

Динаміка залучених коштів підприємства

Показник	2006	2007	2008	2009	2010
Довгострокові кредити банків, тис. грн.	0	11880	25642	0	0
Інші довгострокові зобов'язання, тис. грн.	0	0	0	36484	38405
Короткострокові кредити банків, тис. грн.	23561	15625	24455	24844	0
Кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги, тис. грн.	2564	3546	4774	6591	19318
Поточні зобов'язання за розрахунками, тис. грн.:	19708	40453	52807	90440	875397
- з одержаних авансів	15682	35269	48216	77572	857604
- з бюджетом	1562	1796	681	5961	10935
- зі страхування	595	997	1201	1954	2092
- з оплати праці	1648	2172	2549	4801	4625
- з учасниками	221	219	160	152	141
- із внутрішніх розрахунків	0	0	0	0	0
Інші поточні зобов'язання, тис. грн.	1512	3034	2138	4886	27988
Усього	47345	74538	109816	163245	978507

Позитивно, з позицій управління вартістю, можна охарактеризувати тенденції у формуванні витрат підприємства (рис. 3.18).



Рис. 3.18. Динаміка витрат підприємства

Протягом аналізованого періоду 2006-2010рр. витрати зростали пропорційно збільшенню обсягу реалізованої продукції. При цьому темпи приросту як постійних, так і змінних витрат мали тенденцію до зменшення.

Враховуючи надані характеристики діяльності ПАТ «Насосенергомаш», тенденції у розвитку галузей, що споживають вироблену підприємством продукцію при прогнозуванні параметрів оцінки ефективності інвестиційного проекту організації власного ливарного виробництва були використані наступні положення:

1. Фінансування інвестиційного проекту здійснюється виключно за рахунок власних коштів підприємства.

2. Оцінка ефективності інвестиційного проекту здійснюється за період, що відповідає розрахованому у роботі періоду економічного життя стратегічних інвестицій для підгалузі машинобудування «*Виробництво машин та устаткування*», який дорівнює 10 рокам.

3. Прогнозування обсягів виробництва та виручки здійснюється базуючись на тенденціях, характерних для нафтової галузі Російської Федерації (таблиця 3.18). Такий підхід є достатньо обґрунтованим, тому що частка ОАО «ГМС Груп» у постачанні насосних агрегатів підтримання пластового тиску при нафтовидобуванні становить 87%, частка у постачанні насосних агрегатів для забезпечення транспортування нафти – 98%. Крім того, інвестиційна ємність відповідних ринків оцінена до 2020 року і становить: у сфері видобування нафти - 300 млрд. дол. США (ГазпромНефть, ТНК-ВР, Лукойл, Роснефть), у сфері переробки нафти – 34 млрд. дол. США (ГазпромНефть, ТНК-ВР, Лукойл), транспортування нафти – 58 млрд. дол. США (Транснефть), ядерної енергетики – 350 млрд. дол. США (Росатом) [127].

4. Для прогнозування собівартості виробництва усі витрати поділені на змінні та умовно-постійні та використовуються наступні співвідношення:

- змінні витрати 1 тони ливарної продукції прогнозовані для технологічного процесу (на 100% ваги кварцового піску 1-1,3% ваги

смоли та 0,3-0,5% ваги отверджувача) за основними складовими мають наступну структуру: формовочні матеріали – 31,9%, електроенергія – 19,9%, заробітна плата – 21,8%, втрати від браку – 17,0%, інші – 4,6% [94];

- витрати на в'язучі матеріали: смола – 168 євро на одну тону лиття на годину, отверджувач – 20 Євро на одну тону лиття на годину;
- прогнозування умовно-постійних витрати базується на співвідношенні постійних та змінних витрат підприємства у 2011 році і становлять 22,56% суми змінних витрат.

Таблиця 3.18

Прогнозні темпи росту обсягів виробництва підприємства

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Темп росту, % до попереднього року	1	0,2	0,4	0,4	1,4	1,5	0,4	0,1	0,1	0

На підставі аналізу ключових тенденцій у фінансово-господарській та інвестиційній діяльності ПАТ «Насосенергомаш» та з урахуванням зазначених припущень нами оцінено комплекс показників, прогнозування динаміки яких забезпечило можливість отримати прогнозні значення операційного грошового потоку табл. 3.19.

Таблиця 3.19

Прогноз операційного грошового потоку з за періодами реалізації інвестиційного проекту

Показник	Роки									
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Операційний грошовий потік, тис.грн		9386,4	10397,8	11409,2	13956,8	13956,8	13956,8	13956,8	13956,8	13956,8
Інвестований капітал, тис.грн.	(53894)	(30000)								

Базуючись на положеннях запропонованої модифікації моделі доданої грошової вартості, розглянутих у 2 розділі роботи, проведемо оцінку

ефективності інвестиційного проекту, його спрямованості на створення доданої вартості для власників підприємства.

Для проведення аналізу пропонуємо використовувати базову модель CVA та модель CVA, удосконалену автором.

Сума стратегічних інвестицій (SI) визначається шляхом приведення сум інвестицій за роками до розрахункового періоду і становить 81038,40 тис. грн.

Для визначення ставки доходності інвестицій з урахуванням рівня ризику (k) будемо використовувати метод кумулятивної побудови. Даний метод передбачає побудову ставки дисконтування шляхом додавання до безризикової ставки премій за сукупність, характерних саме для цього проекту, несистематичних ризиків [24].

У роботі [107] розраховані розміри премій за ризиками для інвестиційних проектів з виробництва машин та устаткування.

Значення премій за ризики та розрахунок значення доходності інвестицій з урахуванням рівня ризику (k), що аналізується у роботі, представлені у таблиці 3.20.

Таблиця 3.20

Розрахунок значення доходності інвестицій з урахуванням рівня ризику

№	Ознаки	Рівень	Премія за ризик, %
1	Науково-технічний потенціал підприємства	Високий	0,13
2	Етап життєвого циклу підприємства виробника інноваційної продукції	Стабільність	0,1125
3	Сфера створення:	Виробничий сектор	0,23
4	Масштаб реалізації:	Одинична реалізація	0,15
5	Ступінь радикальності:	Модернізація	0,15
6	Етап життєвого циклу ринку:	Зрілість	0,1375
7	Тривалість проекту:	6-10 років	2,0625
	<i>Сукупна премія за ризик</i>		2,9725
	<i>Безризикова ставка</i>		10,52
	<i>Значення доходності інвестицій з урахуванням рівня ризику</i>		13,49

За базовою моделлю CVA необхідний грошовий потік має становити:

$$OCFD = \frac{81038,40 \cdot 0,1349}{1 - \frac{1}{(1 + 0,1349)^{10}}} = 15\,228,15 \text{ тис. грн}$$

Розрахунок доданої грошової вартості, що генерується інвестиційним проектом наведений у таблиці 3.21.

Таблиця 3.21

Додана грошова вартість проекту за базовою моделлю

Показник	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Операційний грошовий потік (OCF), тис.грн		9386,4	10397,8	11409,2	13956,8	13956,8	13956,8	13956,8	13956,8	13956,8
Інвестований капітал (IC), тис.грн	81038									
Необхідний операційний грошовий потік (OCFD), тис.грн	15228	15228	15228	15228	15228	15228	15228	15228	15228	15228
Додана грошова вартість (CVA), тис.грн	-15228	-5841,69	-4830,31	-3818,92	-1271,28	-1271,28	-1271,28	-1271,28	-1271,28	-1271,28
Коефіцієнт дисконтування	0,881	0,776	0,684	0,602	0,531	0,468	0,412	0,363	0,320	0,282
Приведена вартість операційного грошового потоку (PV(OCF)), тис.грн	0	7287,6	7113,28	6877,42	7413,10	6531,94	5755,52	5071,39	4468,58	3937,42
Приведена вартість коригованого необхідного операційного грошового потоку (PV(OCFD)), тис.грн	13418,05	11823,1	10417,7	9179,45	8088,33	7126,91	6279,77	5533,32	4875,60	4296,06
Приведена додана грошова вартість (PV(CVA)), тис.грн	-13418,1	-4535,48	-3304,47	-2302,02	-675,23	-594,97	-524,24	-461,93	-407,026	-358,64
Ринкова додана вартість (MVA), тис.грн	-13418,1	-17954	-21258	-23560	-24235	-24830	-25354	-25816	-26223	-26582

В результаті проведених розрахунків за базовим варіантом моделі CVA, зазначені інвестиції можуть деструктивно вплинути на вартість підприємства. Як результат, оцінка втрати ринкової вартості становить – 26582 тис. грн.

Динаміка створення вартості за період життя інвестицій наведено на рисунку 3.19.

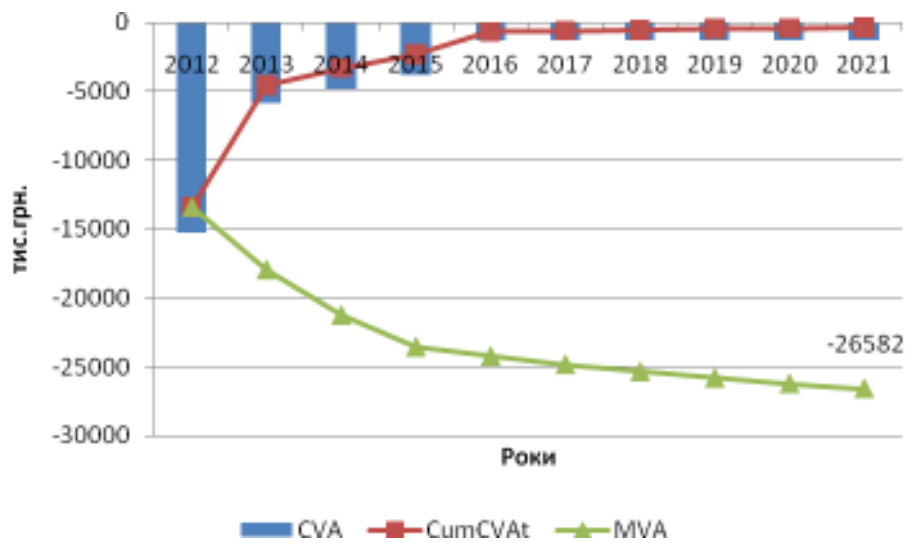


Рис. 3.19. Динаміка доданої грошової вартості проекту (CVA) та ринкової доданої вартості (MVA), розраховані за базовим варіантом моделі

Відповідно до запропонованого нами підходу, коригований необхідний грошовий потік, який має бути генерований проектом, складається з частини мінімального операційного потоку, що визначає обсяг грошового потоку, необхідного для покриття інвестицій, та частини, що спрямована на відшкодування витрат на капітал.

Розрахунок мінімального операційного потоку здійснюється за основі формули 2.18:

$$OCF_{min} = \frac{81038,40 \cdot 0,1052}{(1 + 0,1052)^{10} - 1} = 4959,42 \text{ тис. грн.}$$

Витрати на капітал за інвестиційним проектом визначаються за методом середньозваженої вартості капіталу з урахуванням наступних особливостей:

- інвестиційний проект фінансується виключно за рахунок внутрішніх фінансових ресурсів;
- вартість власного капіталу прийнята у розмірі 4,4% [12].

Таблиця 3.22

Розрахунок показників оцінки ефективності стратегічних інвестицій на основі удосконаленої моделі доданої грошової вартості підприємства

Показник	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Операційний грошовий потік (OCF), тис.грн		9386,4	10397,8	11409,2	13956,8	13956,8	13956,8	13956,8	13956,8	13956,8
Інвестований капітал (IC), тис.грн	81038									
Мінімальний операційний грошовий потік (OCF _{min}), тис.грн	4959,42	4959,42	4959,42	4959,42	4959,42	4959,42	4959,42	4959,42	4959,42	4959,42
Витрати на капітал (CC), тис.грн	3565,68	3565,68	3565,68	3565,68	3565,68	3565,68	3565,68	3565,68	3565,68	3565,68
Коригований необхідний грошовий потік (OCF _{cor}), тис.грн	8525,11	8525,11	8525,11	8525,11	8525,11	8525,11	8525,11	8525,11	8525,11	8525,11
Додана грошова вартість (CVA), тис.грн	-8525,11	861,344	1872,72	2884,11	5431,75	5431,75	5431,75	5431,75	5431,75	5431,75
Коефіцієнт дисконтування	0,88113	0,77639	0,68411	0,60279	0,53114	0,46800	0,41237	0,36336	0,3201	0,2821
Приведена вартість операційного грошового потоку (PV(OCF)), тис.грн	0	7287,63	7113,28	6877,42	7413,10	6531,94	5755,52	5071,39	4468,58	3937,42
Приведена вартість коригованого необхідного операційного грошового потоку (PV(OCF _{cor})), тис.грн	7511,77	6618,88	5832,13	5138,89	4528,06	3989,83	3515,58	3097,70	2729,49	2405,05
Приведена додана грошова вартість (PV(CVA)), тис.грн	-7511,7	668,74	1281,15	1738,52	2885,04	2542,11	2239,94	1973,69	1739,08	1532,37
Додана ринкова вартість	-7511,77	-6843,03	-5561,87	-3823,34	-938,305	1603,80	3843,74	5817,44	7556,52	9088,9

Проведені розрахунки засвідчують високий потенціал інвестиційного проекту у створенні додаткової вартості. Прогнозоване значення зростання вартості для акціонерів підприємства становить 9088,9 тис. грн. Динаміка створення вартості за період життя інвестицій наведено на рисунку 3.20.

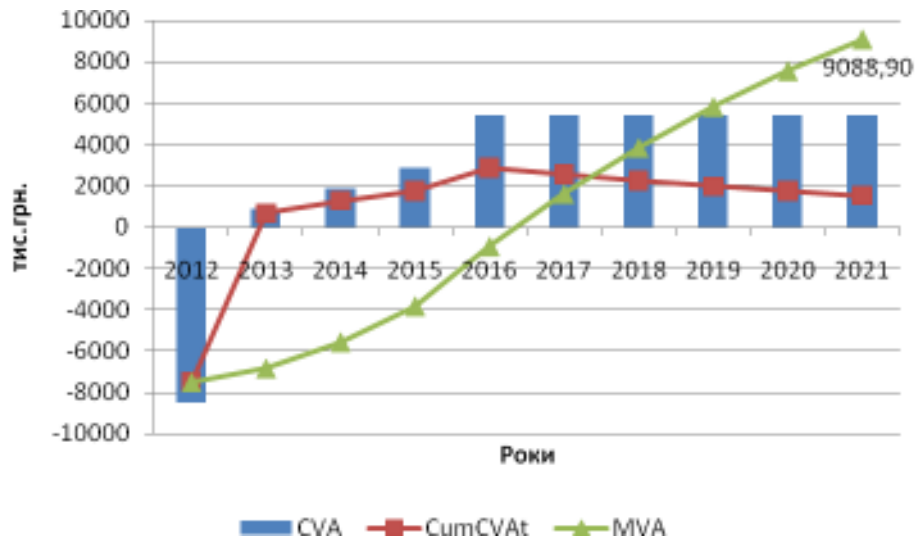


Рис. 3.20. Динаміка доданої грошової вартості проекту (CVA) та ринкової доданої вартості (MVA), розраховані на основі удосконалень базової моделі

Різниця в отриманих результатах підтверджує справедливості критичних зауважень щодо базової моделі. В умовах ринків, що розвиваються велика кількість проектів стратегічних інвестицій не може бути реалізована, внаслідок суттєвого завищення вимог до необхідного грошового потоку OCFD. На рисунку 3.21 подана залежність значення ринкової доданої вартості MVA за період життя інвестицій від значення ставки дохідності, що використовується у розрахунках.

Для розрахунку ефективності стратегічних інвестицій нами запропоновано визначати показник еквівалентної доданої грошової вартості (ECVA). Зазначений параметр проекту розраховується як різниця ануалізованого операційного грошового потоку (AOCF) та коригованого необхідного грошового потоку (OCFD_{cor}) за формулою 2.21.

$$AOCF = \frac{54456,32 \times 0,1349}{1 - (1 + 0,1349)^{-10}} = 10232,84 \text{ тис. грн.}$$

$$ECVA = 10232,84 - 8525,11 = 1707,73 \text{ тис. грн.}$$

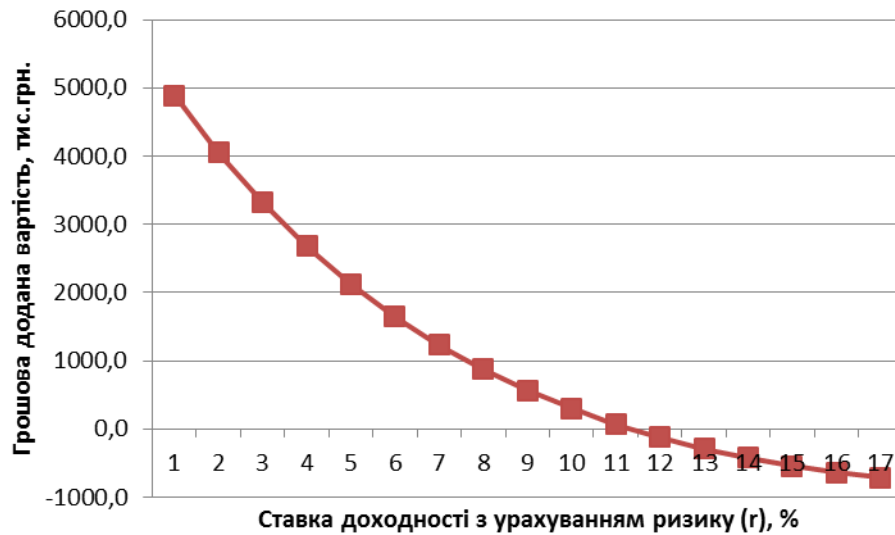


Рис.3.21. Залежність ринкової доданої вартості від ставки доходності за базовим варіантом моделі

Даний показник ілюструє, що за економічний період життя стратегічних інвестицій зазначений проект здатен генерувати перевищення операційного грошового потоку в річному вимірі над необхідним грошовим потоком у сумі 1707,73 тис. грн. За наявності декількох альтернативних проектів з різними строками реалізації менеджмент може приймати обґрунтований вибір за критерієм максимального значення показника ЕСВА.

Окремо запропонована методика дозволяє визначати параметри створення вартості в результаті реалізації стратегічних інвестицій за допомогою показника рівня стійкості створення вартості l_{st} , що розраховується за формулою 2.22.

Провівши відповідні розрахунки отримуємо значення показника більше нуля ($l_{st} = 0,2$), що свідчить про здатність проекту генерувати додану вартість грошового потоку, оскільки ЕСВА характеризує розмір «чистого» ефекту у річному вимірі, що забезпечує проект. Тоді як загальний ефект від проекту у річному вимірі (АОСФ) перевищує розмір корегованого необхідного грошового потоку в 1,2 рази.

Порівняльна характеристика проведеного аналізу ефективності стратегічного інвестиційного проекту за базовою та авторським варіантом

моделі доданої грошової вартості CVA за розрахованими показниками наведена у таблиці 3.23.

Таблиця 3.23

Порівняльна характеристика базового та авторського варіантів моделі CVA

№	Назва показника	Базовий варіант		Варіант, запропонований автором	
		Позн.	Значення	Позн.	Значення
1.	Необхідний грошовий потік	<i>OCFD</i>	15228,15	<i>OCFD_{авт}</i>	8525,11
2.	Зростання (+) або втрата (-) ринкової вартості, тис.грн.	<i>MVA</i>	- 26582	<i>MVA</i>	+ 9088,9
3.	Еквівалентна додана грошова вартість, тис.грн.	Не передбачено		<i>ECVA</i>	1707,73
4.	Рівень стійкості доданої грошової вартості проекту	Не передбачено		<i>I_{ст}</i>	0,20

Запропоновані автором удосконалення базової моделі доданої грошової вартості, що дозволяють об'єктивно встановлювати період прогнозування та проведення оцінки за інвестиційними проектами стратегічного спрямування, враховувати специфіку формування капіталу проекту та, відповідно, структури витрат на капітал, врахувати галузеві особливості оцінки доданої грошової вартості дозволяють більш обґрунтовано здійснювати оцінювання ефективності стратегічних інвестицій, базуючись на вартісно-орієнтованій концепції управління інвестиційною діяльністю підприємства.

В процесі реалізації стратегічного інвестиційного проекту перед менеджерами може постати питання про необхідність здійснення підтримуючих інвестицій, метою яких є недопущення втрати вартості підприємством, з одного боку, або забезпечення можливості зростання доданої вартості, що генерується стратегічним проектом, з іншого.

У попередніх розділах роботи було обґрунтовано використання методу реального опціону в межах удосконаленої моделі доданої вартості грошового потоку для прийняття управлінських рішень щодо реалізації підтримуючих інвестицій та формування їх оптимального портфеля.

Запропонований варіант розрахунку вартості опціону узгоджує вартісні характеристики стратегічного інвестиційного проекту та проекту

підтримуючих інвестицій, таким чином відбувається їх координація, спрямована на забезпечення подальшого зростання вартості для акціонерів.

Вартість опціону інтегрує в оцінку стратегічного проекту параметри підтримуючих інвестицій та, відповідно, може бути використана у якості критерію прийняття управлінського рішення щодо їх реалізації чи відхилення.

Позитивне значення вартості опціону визначає обсяг додаткової вартості, що генерує підтримуюча інвестиція вбудована у стратегічний інвестиційний проект. Від'ємне значення буде свідчити про втрату генерованої стратегічними інвестиціями вартості.

Розглянемо процедуру прийняття рішення щодо доцільності реалізації підтримуючих інвестицій в процесі реалізації аналізованого стратегічного проекту.

В розрахунках виходимо з того, що існує дві альтернативні можливості удосконалення технологічного процесу ливарного виробництва на ПАТ «Насосенергомаш», що дозволять покращити його техніко-економічні показники та забезпечити отримання грошових потоків.

Розрахований показник чистої приведеної вартості як параметр економічної ефективності проектів однаковий та дорівнює 9500 тис. грн. таблиця 3.24. Позитивне значення ЧПВ за кожним із проектів визначає економічну доцільність їх реалізації, якщо розглядати їх окремо від базового стратегічного інвестиційного проекту будівництва ливарного цеху. Вартісно-орієнтований підхід до управління інвестиційною діяльністю підприємства визначає потребу формування координованої структури стратегічних та підтримуючих інвестицій та оцінки її ефективності з урахуванням потенціалу подальшого зростання вартості підприємства. Тому управлінське рішення щодо вибору конкретного проекту підтримуючих інвестицій доцільно базувати не на традиційному критерії максимізації чистої поточної вартості, а за допомогою запропонованої у моделі оцінки реального опціону. Критерієм вибору проекту буде максимальне значення вартості реального

опціону, як інструменту вартісної координації стратегічних та підтримуючих інвестицій.

Таблиця 3.24

Варіанти альтернативних проектів підтримуючих інвестицій

Підтримуючі інвестиції	Заходи, що фінансуються	Строк проекту, років	Очікуваний ефект	Чиста поточна вартість, тис.грн.
Проект 1	Придбання мобільного комплексу регенерації формувальної суміші	5	Зменшення витрат формувальних матеріалів; зростання відсотку регенерації зв'язуючих; покращання екологічних характеристик ливарного виробництва	9500
Проект 2	Придбання тривимірного вібростолу XYZ-II, вантажопідйомністю 5-8 т	7	Зростання якості виготовлення складних відливок; зменшення рівня браку; економія через відсутність потреби використання стрижнів для виготовлення відливок з внутрішніми порожнинами.	9500

Визначення вартості реального опціону здійснюється за формулами 3.8-3.11, з урахуванням наступних припущень:

- фінансування інвестиційних проектів буде здійснюватись за рахунок власних коштів підприємства, відповідно, середньозважена вартість капіталу буде дорівнювати вартості власного капіталу – 4,4%;
- стандартне відхилення середньозваженої вартості капіталу – 30%;
- ставка доходності інвестицій з аналогічним рівнем ризику – 13,49%.

Таким чином, для Проекту 1:

$$S = \frac{9500 \times 0,1349}{(1 + 0,1349)^5 - 1} = 1451,85 \text{ тис. грн.}$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{1451,85}{8525,11}\right) + \left(0,043 + \frac{0,3^2}{2}\right) \times 5}{0,3 \times \sqrt{5}} = -1,983$$

$$d_2 = -1,983 - 0,3 \times \sqrt{5} = 0,0237$$

$$C_{CVA} = 1451,85 \times N(-1,983) - 8525,11 \times e^{-0,043 \times 5} \times N(0,0237) \\ = 7,035 \text{ тис. грн.}$$

Для Проекту 2:

$$S = \frac{9500 \times 0,1349}{(1 + 0,1349)^7 - 1} = 899,39 \text{ тис. грн}$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{899,39}{8525,11}\right) + \left(0,043 + \frac{0,3^2}{2}\right) \times 7}{0,3 \times \sqrt{7}} = -2,0575$$

$$d_2 = -2,0575 - 0,3 \times \sqrt{7} = -2,8512$$

$$C_{CVA} = 899,39 \times N(-2,0575) - 8525,11 \times e^{-0,043 \times 7} \times N(-2,8512) \\ = 4,0521 \text{ тис. грн.}$$

Отримані результати розрахунків дозволяють стверджувати, що реалізація запропонованих проектів підтримуючих інвестицій з позицій вартісно-орієнтованого підходу з урахуванням вартісної координації стратегічних та підтримуючих інвестицій є доцільною. Так, реалізація як одного, так і іншого проектів дозволить забезпечити зростання вартості підприємства значення вартості опціону за кожним проектом становить відповідно 7,035 тис. грн. та 4,052 тис. грн. Виходячи з критерію максимізації значення вартості реального опціону, доцільно реалізовувати Проект 1 з придбання мобільного комплексу регенерації формувальної суміші.

На вартість опціону впливають фактори значення середньозваженої вартості капіталу, скоригованого необхідного грошового потоку, ризику, притаманні таким інвестиційним проектам, визначені за допомогою показника стандартного відхилення, строк існування проекту та його чиста приведена вартість. Усі фактори крім останнього у момент прийняття рішення є константами, визначеними виходячи з оцінки параметрів стратегічного інвестиційного проекту, аналізу досвіду реалізації подібних

проектів у галузі, аналізу кон'юнктури фінансового ринку, а вартість опціону буде залежати від значення чистої поточної вартості проекту підтримуючих інвестицій, визначеної за строк його життя. Тому, запропонований методичний підхід до вартісної координації інвестицій з використанням методу реального опціону дозволяє встановлювати граничні значення показників ефективності підтримуючих інвестицій.

Так мінімально прийнятне розмір чистої поточної вартості підтримуючого інвестиційного проекту – це значення, при якому вартість реального опціону буде дорівнювати 0, відповідно, реалізація такого інвестиційного проекту не буде забезпечувати зростання вартості підприємства.

Тобто,

$$C_{CVA} = S \times N\left(\frac{\ln\left(\frac{S}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right) \times t}{\sigma\sqrt{t}}\right) - X \times e^{-rt} \times N\left(\frac{\ln\left(\frac{S}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right) \times t}{\sigma\sqrt{t}} - \sigma\sqrt{t}\right) = 0 \quad (3.19)$$

Шляхом послідовних ітерацій можна встановити мінімально прийнятне значення S_{min} – показника еквівалентного ануїтету проекту підтримуючої інвестиції строком реалізації t . Відповідно, мінімальне значення чистої приведеної вартості проекту підтримуючої інвестиції строком реалізації t можна визначити за формулою:

$$NPV_{min}^t = \frac{S_{min} \times [(1+k)^t - 1]}{k}, \quad (3.20)$$

де NPV_{min}^t - мінімальне значення чистої поточної вартості проекту терміном реалізації t , тис.грн;

S_{min} - мінімальне значення еквівалентного ануїтету проекту підтримуючої інвестиції строком реалізації t , тис.грн;

$WACC$ - середньозважена вартість капіталу за стратегічним проектом.

Співвідношення між мінімальними вимогами до розміру ЧПВ підтримуючих інвестицій та строком їх життя представлено на рисунку 3.22.

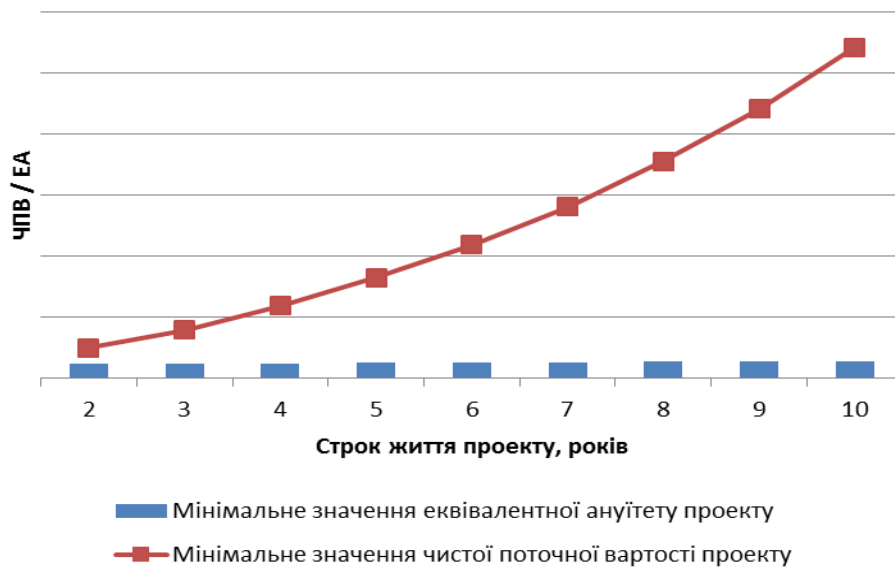


Рис. 3.22. Вимоги до чистої поточної вартості проектів підтримуючих інвестицій

Для проектів підтримуючих інвестицій із довшим строком життя мінімальні вимоги до чистої поточної вартості будуть більшими.

Базуючись на розрахованих показниках стратегічного проекту організації ливарного виробництва на ПАТ «Насосенергомаш», нами були визначені мінімальні значення чистої приведеної вартості, що повинні генерувати проекти підтримуючих інвестицій з різними термінами життя. (таблиця 3.25).

Таким чином, аналізуючи економічну доцільність реалізації підтримуючих інвестицій в процесі вартісної координації інвестиційних рішень щодо стратегічного проекту з будівництва ливарного цеху ПАТ «Насосенергомаш», потрібно враховувати визначені мінімальні вимоги до чистої поточної вартості.

Таблиця 3.25

Мінімальне значення чистої поточної вартості проекту підтримуючих інвестицій стратегічного проекту будівництва ливарного цеху

Строк життя підтримуючих інвестицій, років	Мінімальне значення еквівалентної анuitету проекту, тис.грн.	Мінімальне значення чистої поточної вартості проекту, тис.грн.
2	1165,00	2487,16
3	1165,00	3987,68
4	1221,00	5964,15
5	1259,90	8244,26
6	1297,00	10928,93
7	1333,70	14087,91
8	1368,99	17780,41
9	1404,06	22099,98
10	1438,04	27126,21

Реалізація підтримуючих інвестицій із значенням ЧПВ, що перевищує розрахований мінімум, забезпечить зростання вартості для акціонерів підприємства.

Отже, проведені розрахунки дозволяють стверджувати, що застосування удосконаленої моделі оцінки доданої вартості грошового потоку в процедурах оцінки ефективності стратегічних інвестиційних рішень дозволяє отримати більш обґрунтовані результати.

Застосування процедури вартісної координації стратегічних та поточних рішень може сприяти підвищенню ефективності інвестиційної діяльності в цілому, а також використовуватися як критерій оцінки ефективності менеджменту.

Проведені розрахунки періодів економічного життя стратегічних інвестицій можуть бути використані при оцінюванні ефективності інвестиційних проектів, що реалізуються у різних підгалузях машинобудування в Україні, як на основі запропонованого науково-методичного підходу, так і з використанням традиційної методології дисконтування грошових потоків.

Висновки до розділу 3

1. Процедуру погодження управлінських дій щодо стратегічних та поточних інвестиційних проектів запропоновано розглядати як координацію управлінських рішень на основі вартісних критеріїв (вартісна координація), а саме на основі показника еквівалентної доданої грошової вартості.

2. Реалізацію поточних (підтримуючих) інвестицій запропоновано розглядати як можливість збільшення доданої вартості грошового потоку стратегічних інвестицій, оціненої на основі показника еквівалентної доданої грошової вартості потоку, що відповідає традиційному розумінню реальних опціонів в інвестиційному менеджменті.

3. З позицій вартісного підходу до управління реальний опціон розглядається як вартість, яка може бути створена за рахунок ефективних та гнучких дій менеджменту в процесі реалізації інвестиційних проектів. Наявність у підприємства реального опціону означає реалізацію можливостей, які містяться в управлінському рішенні, та формуються залежно від ринкових умов, обсягу отриманої в процесі реалізації проекту інформації тощо.

Реальні опціони створюють можливість урахування нестабільності та невизначеності середовища як потенційного фактора зростання вартості за рахунок гнучких управлінських рішень з урахуванням того, що більшості стратегічних проектів притаманний високий рівень ризику та складність прогнозування майбутніх надходжень.

Використання методу реальних опціонів в оцінці підтримуючих проектів в межах вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю, що базується на оцінці грошової доданої вартості обумовлена потребою оцінки управлінської гнучкості як фактора вартості компанії. Серед можливостей, які оцінюються як реальні опціони, можна виділити можливості оперативного впливу, яка створюються підтримуючими проектами.

4. Практичне втілення принципів вартісної координації та гнучкості запропоновано реалізувати шляхом впровадження процедури узгодження стратегічних і поточних рішень на основі єдиного критерію оцінки – еквівалентної доданої грошової вартості.

В якості бази оцінки при формуванні процедури погодження рішень запропоновано використовувати модель доданої вартості грошового потоку з урахуванням пропозицій щодо її удосконалення, які були викладені у попередньому розділі. Обґрунтовано проведення оцінки ефективності проектів підтримуючих інвестицій повинна з урахуванням бар'єрних показників вартості, визначаннях для стратегічного інвестиційного проекту, в межах якого реалізується підтримуючий.

5. Підтримуючі інвестиції запропоновано розглядати як реальний опціон на зростання вартості стратегічного проекту та оцінювати його вартість за формулою, що на припущеннях: 1) підтримуючі інвестиційні проекти реалізуються за рахунок фінансових ресурсів, що генеруються стратегічним проектом; 2) підтримуючий проект, пов'язаний зі стратегічним, однак не має обов'язкового характеру, тобто його параметри є умовно «самостійними» і не можуть бути включені на етапі розроблення як елементи грошових потоків стратегічного проекту; 3) отримане значення вартості опціону на зростання доданої грошової вартості стратегічного проекту і показник еквівалентної доданої грошової вартості у сумі характеризують розмір зростання вартості підприємства (у річному вимірі), що може бути отриманий в результаті реалізації ефективної інвестиційної стратегії – стратегічного проекту та використаних можливостей щодо підтримуючих проектів.

6. Враховуючи, що отримані показники мають властивості адитивності, ми пропонуємо використовувати їх як критерій оптимізації набору інвестиційних проектів підтримуючих інвестицій.

Викладені рекомендації до використання методу реальних опціонів у поєднанні із принципом вартісної координації стратегічних і поточних

рішень дозволить реалізувати ефективну політику вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю підприємства, особливо в умовах обмеженого капітального бюджету будуть реалізовуватися ті проекти, які мають значний потенціал адаптації до мінливих зовнішніх умов, що в кінцевому підсумку буде виражено у зростанні вартості підприємства.

7. Реалізуючи запропоновані підходи до визначення економічного періоду життя стратегічних інвестицій у роботі проведені практичні розрахунки цього параметра для підгалузей машинобудування України.

8. На основі запропонованих підходів до оцінки ефективності стратегічних інвестицій проведено розрахунки на прикладі підприємства ПАТ «Сумський завод насосного та енергетичного машинобудування Насосенергомаш». За результатами розрахунків ефективності стратегічних інвестиційного проекту зроблено висновок, що використання удосконаленої моделі є більш доцільним в умовах вітчизняної економіка: за базовою моделлю спостерігається втрата вартості у розмірі 26582 тис грн., що обумовлено досить значним розміром необхідного грошового потоку 15228,15 тис. грн. У той час як удосконалена модель виявляє зростання вартості підприємства в наслідок реалізації проекту на 9088,9 тис. грн., рівень стійкості доданої грошової вартості проекту є досить значним – 1,2.

9. Реалізуючи підхід до проведення вартісної координації інвестиційних рішень було розраховано вартість реального опціону для двох підтримуючих проектів різної тривалості, обґрунтовано мінімальне значення чистої приведеної вартості цих проектів, за якої вартість реального опціону дорівнює нулю – ситуація, коли такі проекти не забезпечують зростання вартості стратегічного проекту.

Основні положення цього розділу були опубліковані автором у працях [5; 110; 111; 115].

ВИСНОВКИ

У дисертації наведені теоретичне узагальнення та нове вирішення наукового завдання, що полягає в удосконаленні науково-методичних підходів до управління інвестиційною діяльністю в загальній системі управління вартістю підприємства шляхом вартісної координації стратегічних та поточних інвестиційних рішень. Результати дослідження визначено такими положеннями:

1. На основі аналізу підходів до формування системи управління інвестиційною діяльністю підприємства, теоретичної і методологічної бази вартісного підходу та стратегічного управління запропонована система вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю підприємства, під якою розуміється сукупність пов'язаних принципів, методів та функцій управління, які визначають механізми реалізації інвестицій підприємства відповідно до загальної (основної) мети зростання вартості підприємства на основі вартісної координації управлінських рішень.

2. У структурі системи вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю підприємства обґрунтовано виділяти дві взаємозв'язані підсистеми: підсистема управління стратегічними інвестиціями – інвестиціями у створення вартості та підсистема управління підтримуючими (поточними) інвестиціями – вкладеннями у її збереження.

3. Формування ефективної системи управління інвестиціями підприємства на засадах вартісно-орієнтованого управління вимагає включення до переліку принципів, таких, які відповідають загальній меті діяльності підприємства – збільшенню його вартості у довгостроковій перспективі. На основі узагальнення різних підходів до визначення принципів управління інвестиційною діяльністю, запропоновано сформулювати такий їх перелік: пріоритетності створення вартості; вартісної координованості; наступності інвестиційних рішень; неперервності; гнучкості; відповідності; альтернативності; ефективності.

4. Процедури управління запропоновано здійснювати ґрунтуючись на принципі вартісної координації, яка розглядається як погодженість управлінських дій на основі системи вартісних критеріїв оцінювання і ранжування інвестиційних рішень, що здійснюються у процесі інвестиційного планування, реалізації проектів, мотивації менеджменту, а також під час моніторингу та контролю за реалізацією інвестицій.

5.3 метою подолання виявлених у процесі аналізу недоліків та обмежень базової моделі доданої грошової вартості (CVA-моделі) та підходів до її модифікації, у роботі запропоновані авторські удосконалення, які дозволять підвищити обґрунтованість оцінок та інвестиційних рішень на основі CVA, зокрема: удосконалено порядок розрахунку необхідного операційного грошового потоку; запропонований показник еквівалентної доданої грошової вартості інвестицій, як критерій ефективності стратегічних інвестицій поряд із показником доданої грошової вартості CVA, що дає можливість координувати рішення щодо реалізації стратегічних та підтримуючих інвестицій; обґрунтовано підхід до визначення тривалості економічного життя стратегічних інвестицій.

6. Базуючись на положеннях вартісного підходу в процесі скоординованого управління інвестиційною діяльністю для оцінки ефективності підтримуючих інвестицій у роботі запропоновано використовувати технологію оцінки реальних опціонів. Викладено підхід, згідно з яким підтримуючий інвестиційний проект розглядається як можливість зростання грошової доданої вартості, що забезпечує стратегічний проект. Вартісна координація реалізується в процесі формування оптимального портфеля підтримуючих інвестицій, що визначається співставленням показників ефективності підтримуючих проектів, отриманих на основі застосування моделі реальних опціонів із показниками доданої грошової вартості стратегічного проекту.

7. Базуючись на розглянутих положеннях було розраховано середню тривалість періоду створення вартості у підгалузях машинобудування. Для

виробництва машин та устаткування складає 10,06 років, для виробництва транспортних засобів та устаткування – 13,41 років, виробництва електричного, електронного та оптичного устаткування – 10,05 років. Проведені оцінки ефективності стратегічного інвестиційного проекту з будівництва та інтегрування у виробничий процес ливарного цеху, що реалізується ПАТ «Сумський завод насосного та енергетичного машинобудування Насосенергомаш», на основі авторської моделі свідчать про зростання вартості підприємства на 9088,9 тис. грн.

ДОДАТОК А

Аналіз підходів до формування інвестиційної політики зарубіжних машинобудівних підприємств для різних моделей корпоративного управління

Таблиця А.1

Формування інвестиційної політики зарубіжних машинобудівних підприємств залежно від моделей корпоративного управління [47]

Типові ознаки процесу формування інвестиційної політики	Модель корпоративного управління		
	Модель внутрішнього контролю (сітьова орієнтація)	Модель зовнішнього контролю (ринкова орієнтація)	Змішана модель (ринково-сітьова орієнтація)
9. Ступінь спеціалізації підприємства	Спеціалізовані	Диверсифіковані	Спеціалізовані
10. Форма розроблення та прийняття інвестиційних рішень	Децентралізована	Централізована	Поєднання централізованого та децентралізованого підходів
11. Рівень накопичень	Високий; зростання обсягів капіталовкладень	Низький; зниження обсягів інвестицій	Високий; зростання обсягів капіталовкладень
12. Організаційна структура	Матрична або проектна	Штабна	Матрична або проектна
13. Мета інвестиційної діяльності	Зростання вартості підприємства у довгостроковій перспективі	Максимізація прибутку у короткостроковому періоді	Зростання вартості підприємства у довгостроковій перспективі
14. Основний спосіб розширення виробничих потужностей	Орієнтація на внутрішні ресурси підприємства із залученням позичкового капіталу	Злиття та поглинання	Орієнтація на внутрішні ресурси підприємства із залученням позичкового капіталу
15. Інвестиційні пріоритети	Визначається дочірніми підрозділами за принципом «знизу вгору»	Визначається групою фахівців при найвищому керівництві	Визначається групою фахівців при найвищому керівництві
16. Значення НДДКР	Домінуюче	Другорядне	Домінуюче
17. Формування бази інноваційних ідей	Методи технологічного прогнозування чи моделювання	Методи економетричного прогнозування чи моделювання	Поєднання методів економетричного та технологічного прогнозування чи моделювання
18. Роль банків в управлінні інвестиційним процесом на підприємстві	Суттєві можливості для контролю кредиторами, власниками, спостережними радами	Незначна	Суттєві можливості для контролю кредиторами, власниками, спостережними радами
19. Період фінансування	Довгостроковий	Короткостроковий	Довгостроковий
20. Методи визначення обсягів інвестиційних ресурсів	Кошторисний планування, бюджетування	Метод капітального бюджетування	Метод капітального бюджетування

ДОДАТОК Б

Підходи до визначення принципів управління інвестиційною діяльністю

Таблиця Б.1

Принципи, яким повинен відповідати процес управління інвестиційною діяльністю підприємства [31]

Принцип	Змістове наповнення
Спрямованість дій суб'єкта управління на досягнення конкретних цілей	
Комплексність процесу управління	Управлінський процес повинен включати планування, аналіз, регулювання, контроль, що здійснюються на основі єдиної методологічної бази, <u>урахування зворотного зв'язку</u> .
Єдність пріоритетів інвестиційної політики, інвестиційної стратегії і тактики	Визначає стійкість розвитку підприємства, дозволяє підвищити точність прогнозування та планування інвестиційної діяльності.
Контроль за управлінськими рішеннями	Передбачає непевне відстеження параметрів інвестиційного процесу з метою уникнення невідворотних наслідків прийняття рішень.
Матеріальне та моральне стимулювання учасників інвестиційного процесу	Передбачає можливість субсидіювання, надання пільг інвесторам, підвищення заробітної платні, можливість часткового використання отриманого результату на вирішення соціальних завдань для органів управління.
Індивідуальний підхід до кожного економічного суб'єкта	Максимальне використання існуючого потенціалу
Гнучкість організаційної структури	Означає можливість швидкого реагування органів управління на зміни зовнішнього середовища та адаптації до них.

Таблиця Б.2

Принципи формування ефективної інвестиційної стратегії [42]

Принцип	Змістове наповнення
Глобалізації інвестиційних стратегій	Передбачає необхідність включення до переліку об'єктів інвестування як вітчизняних, так і зарубіжні суб'єкти.
Інноваційний характер інвестування	Означає пріоритетність інвестування в активи, які найбільше сприяють інноваційному розвитку підприємства.
Забезпечення конкурентоспроможності компанії	Орієнтація у інвестування на такі напрями, які сприяють підвищенню конкурентоспроможності за всіма факторами – конкурентоспроможність продукції, бізнес-одиниць тощо.
Синергія бізнес-процесів	Створювані у результаті інвестування бізнес-одиниці повинні співпадати за ланцюгами створення вартості компанії, що дозволить отримувати синергетичний ефект у функціональних сферах управління.
Оптимальність глибини і ширини операцій корпорації	Передбачає формування сукупності бізнес-одиниць як оптимального портфеля, який забезпечує необхідний рівень вертикальної інтеграції, диверсифікації та аутсорсингу.
Гнучкість інвестиційної стратегії	Означає здатність інвестиційної стратегії до змін залежно від зміни зовнішніх умов функціонування підприємства.

Таблиця Б.3

Принципи управління в інвестиційній стратегії підприємства [44]

Принцип	Змістове наповнення
Принцип обумовленості	Всі об'єкти вкладень повинні забезпечувати певну доходність та/або знижувати ризик підприємства
Принцип відповідності	Окремі елементи управління інвестиційної стратегії повинні відповідати загально корпоративній стратегії і функціональним стратегіям (фінансовій, операційній, маркетинговій).
Принцип динаміки інвестиційного портфеля	Означає можливість зміни складу та структури інвестиційного портфеля залежно від появи нових цілей та рівня ризику.
Принцип накопичення	Реалізація інвестиційного проекту забезпечує накопичення фінансових ресурсів для інвестування в інші проекти, що в цілому сприяє підвищенню рівня соціально-економічного розвитку.
Принцип альтернативності	Передбачає розроблення альтернативних рішень щодо обсягу, структури інвестиційного портфеля, а також джерел та форм їх залучення.
Принцип корегування	Означає необхідність постійного корегування інвестиційної стратегії залежно від змін у зовнішньому середовищі, цілей інвесторів, ключових компетенцій та конкурентних переваг.

Таблиця Б.4

Принципи формування інвестиційної політики підприємств [47]

Принцип	Змістове наповнення
1. Узгодженості	Передбачає розроблення інвестиційної стратегії на основі результатів стратегічного аналізу зовнішнього і внутрішнього середовища.
2. Єдності	Формування інвестиційних цілей на основі поєднання принципів централізації та децентралізації.
3. Ефективності	Передбачає оцінку альтернативних інвестиційних пропозицій на тактичному рівні по критерію економічної ефективності із використанням дисконтних (динамічних) методів, методів технічного та операційного аналізу.
4. Раціональності	Означає вибір методів оцінки проектів на основі ранжування інвестиційних проектів.
5. Адекватності	Передбачає аналіз чутливості як засіб забезпечення релевантності прогнозної інформації, що використовується для оцінювання проектів.
6. Безперервності	Наступність цільових показників на всіх рівнях управління за рахунок безперервності розроблення інвестиційних програм.
7. Гнучкості	Можливість адаптації управлінських структур для управління інвестиційною діяльністю.
8. Оперативності	Своєчасне регулювання і контроль інвестиційних рішень з метою запобіжного впливу на параметри проекту.
9. Учасі	Винагорода виконавців за результатами інвестиційної діяльності

ДОДАТОК В

Вартісні критерії оцінки ефективності стратегічних інвестицій

Таблиця В.1

Відмінність між базовою та удосконаленою CVA-моделлю

<i>Базовий варіант CVA-моделі</i>	<i>Удосконалений варіант CVA-моделі (авторська розробка)</i>
Необхідний грошовий потік	
$OCFD = \frac{SI \cdot r}{1 - \frac{r}{(1+r)^T}} \quad (B.1)$	$OCFD_{cor} = OCF_{min} + CC \quad (B.2)$
де SI – сума стратегічних інвестицій підприємства, грош. од r – ставка доходності, що відповідає доходності інвестицій з аналогічним рівнем ризику; T – цикл життя проекту, рокт	$OCF_{min} = \frac{SI \cdot i}{(1+i)^{P_{ek}} - 1} \quad (B.3)$
	$CC = SI \cdot WACC \quad (B.4)$
	де OCF_{min} – мінімальний операційний грошовий потік, грош. од./рік; SI – сума стратегічних інвестицій підприємства, грош. од.; CC – витрати на капітал, грош. од.; i – безризикова ставка доходності; P_{ek} – економічний період життя стратегічних інвестицій, роки; $WACC$ – середньозважена вартість капіталу;
АБСОЛЮТНІ ПОКАЗНИКИ ЕФЕКТИВНОСТІ ПРОЕКТУ	
Додана грошова вартість	
$CVA_t = OCF_t - OCFD \quad (B.5)$	$CVA_t = OCF_t - OCFD_{cor} \quad (B.6)$
Кумулятивна додана грошова вартість	
$CumCVA_T = \sum_{t=1}^T PV(OCF_t) - \sum_{t=1}^T PV(OCFD_t) \quad (B.7)$	$PV(CVA_t) = PV(OCF_t) - PV(OCFD_{cor_t}) \quad (B.8)$
	$CumCVA_{Pec} = \sum_{t=1}^{Pec} PV(CVA_t) \quad (B.9)$
CumCVA _T – кумулятивна додана грошова вартість за період $T(Pec)$, гр.од. $PV(OCFD_t)$ – приведена вартість необхідного грошового потоку за період T , гр.од.; $PV(OCFD_{cor_{Pec}})$ – приведена вартість корегованого необхідного грошового потоку за період (Pec) гр.од.; $PV(OCF_{t(Pec)})$ – приведена вартість операційних грошових потоків за період $T(Pec)$, гр.од.	
Еквівалентна додана грошова вартість	
	$ECVA = AOCF - OCFD_{cor} \quad (B.10)$
	$AOCF = \frac{PV_{OCF} \cdot k}{1 - (1+k)^{-Pec}} \quad (B.11)$
	де $AOCF$ – ануалізований операційний грошовий потік, грош. од./рік; PV_{OCF} – розмір приведених операційних грошових потоків проекту, грош. од.; Pec – економічний період життя стратегічних інвестицій, роки; k – ставка доходності, що відповідає доходності інвестицій з аналогічним рівнем ризику.
ВІДНОСНІ ПОКАЗНИКИ ЕФЕКТИВНОСТІ ПРОЕКТУ	
	Рівень стійкості доданої грошової вартості інвестиційного проекту – l_{st} :
	$l_{st} = \frac{ECVA}{OCFD_{cor}} \quad (B.12)$
Індекси CVA	
$Cum.CVAIndex_t = \frac{\sum_{t=1}^T PV(OCF_t)}{\sum_{t=1}^T PV(OCFD_t)} \quad (B.13)$	$Cum.CVAIndex_{Pec} = \frac{\sum_{t=1}^T PV(OCF_t)}{\sum_{t=1}^T PV(OCFD_{cor_t})} \quad (B.14)$
де $Cum.CVAIndex_{t(Pec)}$ – індекс кумулятивної доданої грошової вартості за період $t(Pec)$, гр.од.	

ДОДАТОК Г
Структура капіталу підприємств машинобудівної галузі

Таблиця Г.1

Динаміка елементів капіталу підприємств машинобудування за підгалуззями

Складові капіталу	Роки											
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Промисловість												
Власний капітал	146618,5	161090	170958,48	190100,4	218647,5	259108,85	311939,1	361100,4	355795,3	394929,4	401121	424545,4
Поточні зобов'язання	111681,5	130039,68	151106,01	184464,91	215685	241241	301296,06	281058,4	276472,6	401805,2	466984,6	584974,7
Кредиторська заборгованість	90440	100334,4	109880,1	127957,9	148162,5	154731,5	201540,9	218526,5	224356,3	318140,6	387801,6	481141,9
Короткострокові кредити банків	4560,5	7283,76	10588,71	15600,55	18907,5	26037,55	38102,55	43907,6	45309,2	69977,1	58852,6	77549,9
Довгострокові зобов'язання	1876	2641,52	3473,91	3884,37	4192,5	5339,95	5768,87	6004,8	6807,1	13687,5	20330,4	26282,9
Виробництво машин та устаткування (млн. грн.)												
Власний капітал	9005,91	9629,81	9136,96	10407,43	13430,22	15489,28	16671,73	19769,17	21854,40	23608,50	21438,10	23242,60
Поточні зобов'язання	5237,01	8151,26	9032,66	12529,37	10113,99	15121,67	18010,57	19090,27	12964,47	25186,29	27914,93	39733,10
Кредиторська заборгованість	3478,86	5027,08	5260,68	7227,12	5699,21	7737,14	9649,09	12342,47	8630,08	15908,18	18566,61	27175,09
Короткострокові кредити банків	34,28	84,90	107,93	153,39	142,13	303,51	388,38	431,72	340,59	815,69	599,88	762,50
Довгострокові зобов'язання	1,71	2,70	5,93	6,25	3,81	5,46	9,85	9,67	6,19	14,00	34,71	42,31
Виробництво транспортних засобів та устаткування (млн. грн.)												
Власний капітал	7916,02	10491,40	6527,92	7820,02	11804,91	16875,13	11911,16	14854,31	19209,60	25720,80	15316,50	17464,20
Поточні зобов'язання	7371,26	11244,58	11498,94	15501,26	14235,76	20860,20	22928,17	23618,36	18247,90	34744,25	35536,82	49157,56
Кредиторська заборгованість	4592,57	5951,27	5984,47	8742,19	7523,74	9159,55	10976,65	14929,91	11392,89	18832,78	21121,08	32872,02
Короткострокові кредити банків	67,98	179,24	221,97	235,58	281,86	640,72	798,75	663,04	675,43	1721,97	1233,74	1171,07
Довгострокові зобов'язання	0,59	7,04	2,33	2,38	1,32	14,24	3,87	3,67	2,14	36,49	13,65	16,08
Виробництво електричного, електронного та оптичного устаткування (млн. грн.)												
Власний капітал	4635,11	4842,86	5584,22	5496,11	6912,19	7789,61	10189,24	10440,00	11247,90	11872,80	13102,30	12274,30
Поточні зобов'язання	2513,18	3927,31	4567,19	6881,04	4853,58	7285,68	9106,69	10484,24	6221,49	12134,85	14114,63	21821,15
Кредиторська заборгованість	1677,46	2355,22	2428,96	3930,68	2748,08	3624,89	4455,17	6712,81	4161,30	7453,07	8572,57	14779,96
Короткострокові кредити банків	12,17	27,58	51,57	89,64	50,44	98,59	185,55	252,30	120,86	264,97	286,60	445,61
Довгострокові зобов'язання	2,42	7,89	11,29	3,26	5,40	15,95	18,75	5,03	8,77	40,89	66,07	22,03

ДОДАТОК Д
Середньозважена вартість капіталу підприємств машинобудівної галузі України

Таблиця Д.1

Розрахунок середньозваженої вартості капіталу

Показники	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Вартість складових капіталу												
Власний капітал, %	20,490	15,680	10,810	9,750	11,240	7,250	9,260	6,710	11,860	12,210	10,390	10,520
Короткострокові кредити банків, %	33,000	32,000	29,800	25,300	22,000	13,700	13,100	14,000	15,100	17,400	11,800	14,500
Довгострокові зобов'язання, %	37,900	37,500	28,000	26,800	17,000	14,200	13,785	14,008	14,358	13,870	17,000	14,200
Ставка податку	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,230
	Виробництво машин та устаткування											
Питома вага у структурі капіталу												
Власний капітал, %	63,22	54,15	50,27	45,36	57,03	50,59	48,06	50,86	62,75	48,37	43,41	36,88
Короткострокові кредити банків, %	0,24	0,48	0,59	0,67	0,60	0,99	1,12	1,11	0,98	1,67	1,21	1,21
Довгострокові зобов'язання, %	0,01	0,02	0,03	0,03	0,02	0,02	0,03	0,02	0,02	0,03	0,07	0,07
WACC, %	13,01	8,609	5,574	4,555	6,512	3,772	4,563	3,532	7,555	6,127	4,627	4,022
	Виробництво транспортних засобів та устаткування											
Питома вага у структурі капіталу												
Власний капітал, %	51,78	48,25	36,21	33,53	45,33	44,70	34,19	38,61	51,28	42,51	30,11	26,21
Короткострокові кредити банків, %	0,44	0,82	1,23	1,01	1,08	1,70	2,29	1,72	1,80	2,85	2,43	1,76
Довгострокові зобов'язання, %	0,00	0,03	0,01	0,01	0,01	0,04	0,01	0,01	0,01	0,06	0,03	0,02
WACC, %	10,72	7,773	4,192	3,463	5,274	3,419	3,392	2,772	6,287	5,568	3,347	2,956
	Виробництво електричного, електронного та оптичного устаткування											
Питома вага у структурі капіталу												
Власний капітал, %	64,82	55,17	54,95	44,39	58,72	51,62	52,75	49,88	64,35	49,37	48,02	35,98
Короткострокові кредити банків, %	0,17	0,31	0,51	0,72	0,43	0,65	0,96	1,21	0,69	1,10	1,05	1,31
Довгострокові зобов'язання, %	0,03	0,09	0,11	0,03	0,05	0,11	0,10	0,02	0,05	0,17	0,24	0,06
WACC, %	13,33	8,751	6,077	4,471	6,677	3,821	4,989	3,476	7,716	6,190	5,114	3,938

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Аакер Д. А. Стратегическое рыночное управление / Д. А. Аакер. – 7-е изд. Пер. с англ. под ред. С. Г. Божук. – СПб : Питер, 2007. – 496 с. (Серия «Теория менеджмента»).
2. Адельмейер М. Опционы КОЛЛ и ПУТ : Экономическое и математическое содержание опционов : учебно-методическое пособие / М. Адельмейер. – М. : Финансы и статистика, 2004. – 104 с.
3. Акопов А. С. Системно-динамический подход в управлении инвестиционной деятельностью нефтяной компании / А. С. Акопов // [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.kpilib.ru/article.php?page=61>
4. Акуленко В. Л. Аналіз теоретичних підходів до управління інвестиційною діяльністю підприємства / В. Л. Акуленко, І. В. Новикова // Вісник Сумського державного університету. Серія «Економіка». – 2012. – № 3. – С. 66-73.
5. Акуленко В. Л. Вартісні критерії класифікації інвестицій / В. Л. Акуленко, І. В. Новикова // Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції «Економіка підприємства: сучасні проблеми теорії та практики», Одеса, 18-19 жовтня 2012 р. – С. 120-122.
6. Аналітичний огляд ринку облігацій України за 2011 рік. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://rurik.com.ua/our-research/branch-reviews/1188>
7. Англичанинов В. В. Формирование эффективных инвестиционных стратегий в корпоративном управлении / В. В. Англичанинов // Вестник Казанского технологического университета. – 2008. – №6. – С. 269-274.
8. Аникина И. Д. Управление инвестиционными стратегиями предприятий химической отрасли / И. Д. Аникина // Вестник

- Волгоградского государственного университета. Серия 3 : Экономика. Экология. – 2008. – № 2. – С. 50-57.
9. Артемов С. В. Выявление ключевых факторов создания стоимости компании при оценке интернет-фирм доходным подходом / С. В. Артемов, И. В. Березинец // Корпоративные финансы. – 2008. – № 3(7). – С. 18 – 33.
 10. Бакаєв Л. О. Кількісні методи в управлінні інвестиціями : навчальний посібник / Л. О. Бакаєв. – К. : КНЕУ, 2000. – 151 с.
 11. Балацький О. Ф. Управління інвестиціями : навчальний посібник / О. Ф. Балацький, О. М. Теліжко, М. О. Соколов. – 2-ге вид., перероб. і доп. – Суми : Університетська книга, 2004. – 232 с.
 12. Баліцька В. В. Капітал підприємств України: тенденції, пріоритети / В. В. Баліцька / Ін-т екон. та прогнозів. – К., 2007. – 480 с.
 13. Басовский Л. Е. Цена капитала и эффективность капиталовложений / Л. Е. Басовский, Е. Н. Басовская // Корпоративный менеджмент. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.cfin.ru/management/finance/capital/capital_val.shtml
 14. Бихлер О. Ф. Разработка инвестиционной стратегии субъектами предпринимательства / О. Ф. Бихлер, И. Н. Сычева // Вестник академии. Вопросы предпринимательства. – 2009. – №1. – С. 10-13.
 15. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент : учебный курс / И. А. Бланк. – К. : Эльга-Н; Ника-Центр, 2001. – 448 с.
 16. Боди З. Принципы инвестиций, 4-е изд. : Пер. с англ. / З. Боди, А. Кейн, А. Маркус. – М. : Вильямс, 2002. – 984 с.
 17. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов 2-е русск. изд. (пер. с 7-го междунар. изд.) / Р. Брейли, С. Майерс. – М.: Олимп-Бизнес, 2008. — 1008 с.
 18. Брусланова Н. Оценка инвестиционных проектов методом реальных опционов / Н. Брусланова // Финансовый Директор. – 2004. – № 7–8. – С. 35 – 41.

19. Бусов В. И. Сущность и место управление стоимостью в управлении компанией / В. И. Бусов // Вопросы оценки. – 2007. – №4. – С. 10-18.
20. Бутаков В. Оценка уровня стохастичности временных рядов произвольного происхождения при помощи показателя Хёрста / В. Бутаков, А. Граковский // Computer Modelling and New Technologies. – 2005. – Vol. 9. – No 2. – p. 27-32.
21. Бухвалов А. В. Издержки мониторинга : роль при анализе реальных опционов / А. В. Бухвалов, В.А. Бухвалова // Российский журнал менеджмента. – 2011. – Том 9. – № 4. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.cfin.ru//management/finance/cost/monitoring_cost.shtml
22. Бухвалов А. В. Реальны ли реальные опционы / А. В. Бухвалов // Российский журнал менеджмента. – Том 4. – № 3. – 2006. – С. 77 – 84.
23. Бухвалов А. В. Реальные опционы в менеджменте : классификация и приложения / А. В. Бухвалов // Российский журнал менеджмента. – 2004. – № 2. – С. 27 – 56.
24. Валдайцев С. В. Оценка бизнеса. Учебник [Текст] / С. В. Валдайцев. – М. : ТК Велби, Изд-во Проспект, 2003. – 352 с.
25. Васильева Т. А. Внутренний аудит инвестиционной деятельности в общей системе управления предприятием / Т. А. Васильева, Н. В. Винниченко // Вісник Сумського державного університету. – 2006. – № 7. – С.105-109.
26. Васильева Т. А. Класифікація факторів формування вартості банківського бізнесу / Т. А. Васильева, С. В. Леонов, Д. В. Олексіч // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. / ДВНЗ "УАБС НБУ". – Суми : ДВНЗ "УАБС НБУ", 2009. – Вип. 26. – С. 28-36
27. Васильева Т. А. Проблема формування інвестиційних ресурсів підприємства в трансформаційній економіці / Т. А. Васильева,

- О. С. Грищенко // Вісник Української академії банківської справи. – 2005. – № 2. – С. 86-90.
28. Великая Е. Г. Стратегическое развитие предприятия / Е. Г. Великая // Аудит и финансовый анализ. – 2008. – № 1
29. Виленский П. Л. Оценка эффективности инвестиционных проектов. Теория и практика : учеб. пособие / П. Л. Виленский, В. Н. Лившиц, С. А. Смоляк. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : Дело, 2002. – 888 с.
30. Виленский П. Л. Оценка эффективности инвестиционных проектов с учетом реальных характеристик экономической среды / Виленский П. Л., Лившиц В. Н. [Электронный ресурс] // Аудит и финансовый анализ. – 2000. – № 3. Режим доступа: <http://www.cfin.ru>
31. Відоменко І. О. Сучасні підходи до розробки інвестиційної стратегії підприємств / І. О. Відоменко, Є. В. Кривша // Економіка харчової промисловості. – 2010. – т.№ 2. – С. 8-13. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Ekhp/2010_2/st2.pdf
32. Відомості про фондовий ринок України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/fund/info>
33. Волков А. Э. Модель управления нематериальными факторами роста стоимости / А. Э. Волков, Г. Л. Волкова, Г. Г. Чараев // Вестник МГТУ “Станкин”. – 2012. – № 1 (19). – С. 122-127.
34. Волков Д. Л. Показатели результатов деятельности : использование в управлении стоимостью компании / Д. Л. Волков // Российский журнал менеджмента. – 2005. – Том 3. – № 2. – С. 3 – 42.
35. Волков Д. Л. Управление ценностью : показатели и модели оценки / Д. Л. Волков // Российский журнал менеджмента. – 2005. –Том 3. – № 4. – С. 67–76.
36. Волков М. М. Процессный подход к управлению промышленными организациями и проблемы его внедрения в РФ / М. М. Волков //

Актуальные проблемы гуманитарных и естественных наук. – 2010. – № 8. – С. 110-113.

37. Вопросы стоимости. Овладейте новейшими приемами управления, инвестирования и регулирования, основанными на стоимости компании / Под ред. Э. Блека. – М. : Олимп-бизнес, 2009. – 400 с.
38. Выварец К. А. Концептуальный подход к преодолению «тирании» дисконтирования. / К. А. Выварец, А. Д. Выварец // Вестник ЮУрГУ. Серия «Экономика и менеджмент». – 2008. – № 20(120). – С. 33–39.
39. Выгон Г. В. Оценка фундаментальной стоимости нефтяных месторождений : метод реальных опционов / Г. В. Выгон // Экономика и математические методы. – 2001. – № 37. – С. 54 – 69.
40. Высокие технологии в литейном производстве. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.bib.convdocs.org/v34452/?download=1>
41. Гайнанов Д. А. Управление развитием предприятия на основе моделирования инвестиционной деятельности / Д. А. Гайнанов, Л. Д. Сайфулина // Вестник Уфимского государственного авиационного технического университета. – 2009. – Т. 12. – № 3. – С. 79-87.
42. Герасимова С. В. Методичне кадрове забезпечення управління інвестиційною діяльністю акціонерних товариств / С. В. Герасимова. // Актуальні проблеми економіки. – 2006. – № 12. – С. 151 – 159.
43. Гараев З. Ф. Реальные опционы как инструмент принятия эффективных стратегических решений / З. Ф. Гараев, Е. М. Рогова // Экономические науки. – 2011. – № 1 (74). – С. 196-204.
44. Голенская Т. А. Классификация реальных опционов в агросфере / Т. А. Голенская // Вопросы современной науки и практики. Университет им. В.И Вернадского. – Тамбов, 2009. – №2. – С. 190-196. . – [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://vernadsky.tstu.ru/pdf/2009/02/rus_26.pdf

45. Голосков И. Н. Проблема выбора, или Как мы ответим на вызов / И. Н. Голосков // Методы менеджмента качества. – 2002. – № 2. – С. 15-21.
46. Гомольська В. В. Ефективність залучення і використання інвестицій у розвиток економіки регіону: автореф. дис. на здобуття наук. ступ. канд. економ. наук: спец. 08.10.01 – розміщення продуктивних сил та регіональна економіка. – Л., 2005. – 20 с.
47. Гончаренко Л. Инвестиционный менеджмент : учебное пособие / [Л. Гончаренко, Л. Олейников, В. Березин, С. Георгиевская и др.]. – М. : КНОРУС, 2005. – 296 с.
48. Горбунов С. В. Диверсификация портфеля активов промышленного предприятия в рамках построения системы проектного управления его инвестиционной деятельностью / С. В. Горбунов // Транспортное дело России. – 2000. – № 77. С. 14-16.
49. Готовчиков И. Ф. Оценка путей совершенствования стратегий поведения на российском валютном рынке / И. Ф. Готовчиков. – Фінансовий менеджмент. – 2003. – № 4 – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.finman.ru/articles/2003/4/1770.html>
50. Гриценко Л. Л. Обґрунтування доцільності використання реальних опціонів при управлінні інвестиційними проектами / Л. Л. Гриценко, А. А. Губар // Економіка, фінанси, право. – 2010. – № 2. – С. 9 – 13.
51. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран ; пер. с англ. – 2-е изд. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
52. Демиденко Т. И. Влияние фактора информационной открытости на определение стоимости компаний / Т. И. Демиденко // Вестник Ростовского государственного экономического университета «РИНХ». – 2008. – № 2. – С. 205-210.
53. Довгань Т. Управление жизненным циклом компании : КРІ, возможности и риски / Т. Довгань // Рынок&Бизнес. – 2010. - №3.

54. Должанський І. З. Управління потенціалом підприємства / І. З. Должанський, Т. О. Загорна, О. О. Удалих та ін. – К. : Центр навч. літ-ри, 2006. – 362 с.
55. Долманов Б. А. Система факторов, впливаючих на міграцію цінності фірми і її розвиток / Б. А. Долманов // Финансовые исследования. – 2007. – №16. – С. 86 – 96.
56. Дука А. П. Теорія та практика інвестиційної діяльності. Інвестування : навч. посіб. / А. П. Дука. – К. : Каравела, 2007. – 424 с.
57. Егерев І. А. Фактори управління стоимостью : управління і аналіз / І. А. Егерев // Вопросы оценки. – 2000. – №3. – С. 39-48.
58. Екіменко А. Н. Інвестиційні проекти як фактор зростання цінності компанії / А. Н. Екіменко // http://lomonosov-msu.ru/archive/Lomonosov_2007/08/ndruss@yandex.pdf
59. Екіменко А. Н. Фактори зростання цінності компанії / А. Н. Екіменко // Государственное управление. Электронный вестник. – 2008. – № 14. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://e-journal.spa.msu.ru/images/File/2008/14/Ekimenko.pdf>
60. Емельянов А. М. Основні етапи еволюції концепцій управління цінністю компаній / А. М. Емельянов, Е. А. Шакина // Корпоративные финансы. – 2008. – № 4(8). – С. 79-87.
61. Спіфанова І. Ю. Підвищення якості інвестиційної діяльності машинобудівних підприємств Вінниччини / І. Ю. Спіфанова // Економічний простір. – 2009. – №23/2. – С.282-288.
62. Закон України "Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні" [Електронний ресурс] // Верховна Рада України; Закон від 16.07.1999 № 996-XIV VI. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=996-14>
63. Закон України „Про господарські товариства” // Верховна Рада України; Закон від 19.09.1991 № 1576-XII [Електронний ресурс]. –

- Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1576-12&print=1>
64. Закон України «Про інвестиційну діяльність» [Електронний ресурс] // Верховна Рада України; Закон від 18.09.1991 № 1560-ХІІ. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1560-12>
65. Запорожский А. Оценка деятельности : новый взгляд / А. Запорожский // Корпоративный менеджмент [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.cfin.ru/press/zhuk/2006-3/12.shtml>.
66. Запорожский А. И. Оценка деятельности российских компаний в системе управления стоимостью : возможности модифицированной модели добавленной стоимости потока денежных средств (MCVA) / А. И. Запорожский, И. В. Ивашковская // Аудит и финансовый анализ. – 2007. – № 6. – С. 211-224.
67. Запорожский А. И. Управление стоимостью компании и стратегический анализ на основе модели Modified Cash Value Added (MCVA) / А.И. Запорожский // Корпоративные финансы. – 2007. – №1. – С. 78 – 110.
68. Злотник А. А. Эмпирическое исследование устойчивости поведения показателя Хёрста / А. А. Злотник // Прикладная эконометрика. – 2007. – № 1(5). – 20-29.
69. Ибрагимов Р. Г. Об учете долговой нагрузки в расчете стоимости капитала и оценке бизнеса / Р. Г. Ибрагимов // Аудит и финансовый анализ. – 2008. – № 4. – С. 130 –142.
70. Ибрагимов Р. Г. Структура капитала и ценность компании / Р. Г. Ибрагимов // Российский журнал менеджмента. – 2009. – Том 7. – №4. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.cfin.ru/management/finance/capital/modigliani-miller_analysis.shtml

71. Ибрагимов Р. Г. Экономический анализ управленческих решений: согласованность финансовой модели оценки компании / Р. Г. Ибрагимов // Российский журнал менеджмента. – 2007. - № 5 (3). – С. 53-84.
72. Ибрагимов Р. Стратегия финансирования и управление стоимостью компании / Р. Ибрагимов // Корпоративный менеджмент. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.cfin.ru/management/finance/capital/finstrat_and_val.shtml
73. Ивашковская И. В. Стейкхолдерский подход к управлению, ориентированному на приращение стоимости / И. В. Ивашковская // Корпоративные финансы. – 2012. – № 1 (21). – С. 14-23. [Электронный ресурс]. – Режим доступа : [http://cfjournal.hse.ru/2012--1%20\(21\)/53186100.html](http://cfjournal.hse.ru/2012--1%20(21)/53186100.html)
74. Ивашковская И. В. Управление стоимостью компании – новый вектор финансовой аналитики фирмы / И. В. Ивашковская // ЖУК. – 2004. – № 5. – С. 30-33.
75. Ивашковская И. В. Управление стоимостью компании как инновация / И. В. Ивашковская // Корпоративные финансы: перспективы и реальность. Управление стоимостью компании: сб. ст. участников Третьей междунар. конф. молодых ученых / под науч. ред. Т. В. Тепловой; Гос. ун-т – Высшая школа экономики. – М. : Изд. дом ГУ ВШЭ, 2006. – С. 6-13.
76. Ивашковская И. В. Управление стоимостью компании : вызовы российскому менеджменту / И. В. Ивашковская / Российский журнал менеджмента. – 2004. – Том 2. – № 4. – С. 113 – 132.
77. Івахненко І. С. Інвестиційна діяльність в Україні : сучасний стан та можливості її активізації / І. С. Івахненко // Інвестиції : практика та досвід. – 2010. – № 2. – С. 7 – 9.
78. Інструкція про застосування Плану рахунків бухгалтерського обліку банків України [Електронний ресурс] // Постанова Правління

- Національного банку України 17.06.2004 N 280. – Режим доступу : <http://zakon.nau.ua>
79. Калинин Д. Новые методы оценки стоимости компаний и принятия инвестиционных решений / Д. Калинин // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 8. – С. 43 – 46.
80. Каменова М. С. Процессно-ориентированное внедрение ERP-систем / М. С. Каменова, А. И. Громов, А. В. Гуслистая [Электронный ресурс]. – Режим доступу: http://www.iteam.ru/publications/it/section_52/article_1410.
81. Капітальні інвестиції за джерелами фінансування за січень-червень 2011 року. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua>
82. Катькало В. С. Эволюция теории стратегического управления / В. С. Катькало. – СПб. : Высшая школа менеджмента : Изд. Дом С.-Петербурб. гос. ун-та. – 2008. – 548 с.
83. Каячев Г. Ф. Стратегическое управление фирмой: эволюция подходов и роль реальных опционов в современном менеджменте / Г. Ф. Каячев, В. С. Пекшева // Вестник Томского государственного университета. Экономика. – 2010. – № 1(9). – С. 28-37.
84. Кисельова О. Є. Аналіз ризикованості інвестування в електростанції АР Крим / О. Є. Кисельова, А. В. Сігал // Схід. – 2002. – №7. – С.23-25.
85. Кныш М. И. Стратегическое планирование инвестиционной деятельности : учеб. пособие / М. И. Кныш, Б. А. Перекатов, Ю. П. Тютиков. – СПб. : Бизнес-пресса, 1998. – 315 с.
86. Ковалишин Е. А. Реальные опционы: оптимальный момент инвестирования / Е. А. Ковалишин, А. Б. Поманский // Экономика и математические методы. – 1999. – Том 35. – № 2. – С. 50 – 60.
87. Козаченко Г. В. Управління інвестиціями на підприємстві / Г. В. Козаченко. – К. : Лібра, 2004. – 368 с.

88. Козырев А. Н. Оценка стоимости нематериальных активов и интеллектуальной собственности / А. Н. Козырев, В. Л. Макаров. – М. : Интерреклама, 2003. – 352 с.
89. Коупленд Т. Стоимость компании : оценка и управление / Т. Коупленд, Т., Дж. Муррин. – М. : Олимп-Бизнес, 2005 – 569 с.
90. Краминова Ф. А. Факторы, определяющие стоимость компании / Ф. А. Краминова. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://lomonosov-msu.ru/archive/Lomonosov_2007/08/k.f.a@mail.pdf
91. Красовский Г. В. Конкурентные стратегии промышленных предприятий в инновационно ориентированной экономике / Г. В. Красовский // ЭТАП. – 2009. – № 1. – С. 5-21.
92. Круковский А. А. Метод реальных опционов в управлении инвестициями / А. А. Круковский // Труды ИСА РАН. – 2008. – Т. 37. – С. 128 – 144.
93. Крюков С. В. Учет реальных опционов при оценке эффективности инвестиционных проектов / С. В. Крюков // Вестник Ростовского государственного экономического университета «РИНХ». – 2006. – № 2. – С. 81-89.
94. Кузнецов В. П. Технико-экономическая эффективность различных видов формообразования при изготовлении крупных стальных отливок [Электронный ресурс] / В. П. Кузнецов, В. Ю. Пирайнен, К. Мушна, Г. А. Косников. – Режим доступа : <http://www.wagner-sinto.de/pdfAllgemein/VACUUM PROCESS No 2.pdf>
95. Кузнецова И. Д. Практическая адаптация VBM-подхода как современного метода оценки стоимости бизнеса / И. Д. Кузнецова, И. О. Кныш // Приложение к журналу «Современные наукоемкие технологии». – 2008. – №3 – С. 32-38.
96. Кузьмін О. Нова парадигма побудови системи менеджменту / О. Кузьмін, Н. Петришин, Н. Сиротинська // Науковий вісник. – 2011. – Вип. 6 «Демократичне врядування». –

97. Лаева Т. В. Сценарный анализ как основа стратегического планирования в организации / Т. В. Лаева // Менеджмент в России и за рубежом. – 2006. – №2. – С.
98. Лимитовский М. А. Инвестиционные проекты и реальные опционы на развивающихся рынках / М. А. Лимитовский. – М. : Дело, 2004. – 528 с.
99. Литвин Н. Д. Исследование ключевых факторов создания стоимости предприятия / Н. Д. Литвин, О. В. Давиденко / Вестник Дальневосточного государственного технического университета. – 2009. – № 1(1). – С. 111 - 128.
100. Лихачева О. Финансовое планирование в концепции управления на основе создания стоимости / О. Лихачева // РИСК: Ресурсы, Информация, Снабжение, Конкуренция. – 2010. – № 2. – С. 234-239.
101. Майорова Т. В. Інвестиційна діяльність : підручник / Т. В. Майорова. – К. : ЦУЛ, 2009. – 472 с.
102. Макконнелл К. Р. Экономикс : принципы, проблемы и политика / К. Р. Макконнелл, С. Л. Брю. – М. : Республика. – 1992. – С. 1082.
103. Макмиллан Лоуренс Г. Опционы как стратегическое инвестирование / Макмиллан Лоуренс Г. – 3-е издание. – М. : Евро, 2003. – 1195 с.
104. Маленков Ю. А. Новые методы инвестиционного менеджмента / Маленков Ю. А. – СПб. : Изд. дом “Бизнес-пресса”, 2002. – 208 с.
105. Мертенс А. Цена возможности : реальные опционы в стратегических решениях / А. Мертенс. // «&.СТРАТЕГИИ». – 2004. – № 5. – С. 18 – 26.
106. Міценко Н. Г. Конкурентоспроможність і конкурентні переваги підприємств у сучасних ринкових умовах / Н. Г. Міценко, О. С. Смик. – Науковий вісник НЛТУ України. – 2009. – Вип. 19.3. – С. 243-247.
107. Міцура О. О. Інвестиційне забезпечення товарної інноваційної політики підприємства [Текст] : дисертація на здобуття наукового

ступеня канд. екон. наук / О. О. Міцура ; Наук. кер. О. І. Карпіщенко. – Суми : СумДУ, 2009. – 210 с. – СумДУ.

108. Найман Э. Расчет показателя Хёрста с целью выявления трендовости (персистентности) финансовых рынков и макроэкономических показателей / Эрик Найман. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.capital-times.com.ua/index.php?option=com_content&task=view&id=11623&Itemid=88888963
109. Новикова І. В. Стратегічна цінність як основа оцінки ефективності інвестиційної діяльності / І. В. Новикова // Економіка та управління підприємствами машинобудівної галузі: проблеми теорії та практики. – 2011. – № 4. – С. 103-111.
110. Новикова І. В. Аналіз інвестиційних процесів у машинобудуванні в Україні / І. В. Новикова // Тези II Міжнародної науково-практичної конференції "Економіка та менеджмент : перспективи розвитку", Суми, 22–24 червня 2012 р.
111. Новикова І. В. Вартісні та часові параметри управління стратегічними інвестиціями підприємства / І. В. Новикова // – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.economy.nauka.com.ua/index.php?operation=1&iid=1548>
112. Новикова І. В. Концепції вартісно-орієнтованого управління інвестиціями : аналіз суперечностей та переваг / І. В. Новикова // Бізнес-інформ. – 2012 – № 10. – С. 84-88.
113. Новикова І. В. Період конкурентних переваг як інструмент управління інвестиційною діяльністю підприємства / І. В. Новикова // Матеріали I Міжнародної наукової конференції «Сталий розвиток підприємств, регіонів, країн», Дніпропетровськ, 5 листопада 2012 р.
114. Новикова І. В. Теоретичні основи вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю підприємства / І. В. Новикова

- // Економіка та управління підприємствами машинобудівної галузі: проблеми теорії та практики. – 2012. – № 3(39). – С. 106-116.
115. Новикова І. В. Управління інвестиціями на основі реальних опціонів / І. В. Новикова // Інноваційна економіка. – 2012. – № 6. – С. 174-178.
116. Новикова І. В. Управління стратегічними інвестиціями у контексті формування конкурентних переваг підприємства / І. В. Новикова // Економічний аналіз. – 2012 – №2.
117. Новикова І. В. Процесний підхід в управлінні інвестиційною діяльністю підприємства / І. В. Новикова // Матеріали міжнародної конференції студентів і молодих вчених «Століпінські читання», Севастополь, 27-28 вересня 2011 р. – С. 258 – 259.
118. ОАО "Группа ГМС" [Електронний ресурс]: офіційний сайт. – Режим доступу : <http://groupghms.com>
119. Островська Г. Управління вартістю : сучасні інструменти оцінки корпоративної ефективності / Галина Островська // Світ фінансів. – 2008. – № 3(16). – С. 106 -116.
120. Оттоссон Э. Структуризация решений по отдельным инвестиционным проектам / Эрик Оттоссон, Фредерик Вайсенридер // Корпоративный менеджмент [Електронний ресурс]. – Режим доступу:
<http://www.cfin.ru/management/finance/capital/decisions.shtml>.
121. Палкина Е. С. Методика управления стоимостью компании / Е. С. Палкина // Инициативы XXI века. – 2010. – № 4-5. – С. 38-43 . – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ini21.ru/?id=1134>
122. Пересада А. А. Основы инвестиционной деятельности / А. А. Пересада– К. : КНЕУ, 2004. – 250 с.
123. Петерс Эдгар Э. Фрактальный анализ финансовых рынков : Применение теории Хаоса в инвестициях и экономике / Эдгар Э. Петерс. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу :

<http://instituciones.com/download/books/1231-fraktalnyj-analiz-finansovyh-rynkov.html>

124. Подкопаева М. О. Принципы формирования инвестиционной политики зарубежных предприятий и оценка их использования в отечественной практике (на примере Оренбургской области) / М. О. Подкопаева // Вестник Оренбургского государственного университета. – 2007. – № 8. – С. 61-68.
125. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 4 "Звіт про рух грошових коштів" [Електронний ресурс] // Мінфін України; Положення від 31.03.1999 № 87. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0398-99>
126. Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження Програми розвитку інвестиційної та інноваційної діяльності в Україні» від 2.02.2011 р. №389. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua>
127. Презентації для інвесторів [Электронный ресурс] // ОАО "Группа ГМС". – Режим доступу : http://www.grouphms.com/shareholders_and_investors/speeches_and_presentations/index_detail.php?ID=2018
128. Пурлик В. М. Ценность как корпоративная цель и индикаторы ее измерения / В. М. Пурлик // Вестник Московского университета. Серия 21. Управление (государство и общество). – 2006. – №2. – С 63-80.
129. Рассказов С. В. «Образ» стоимости компании и его применение в системе корпоративного управления / С. В. Рассказов, А. Н. Рассказова // Финансовый менеджмент. – 2005. – №4. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.finman.ru/articles/2005/4/4451.html>

130. Рассказова А. Н. Экономическая добавленная стоимость как метод управленческого консалтинга / А. Н. Рассказова // Финансовый менеджмент. – 2003. – №2. – 13-33.
131. Репин В. В. Два понимания процессного подхода к управлению предприятием / В. В. Репин. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://quality.eur.ru/DOCUM5/dpprup.htm>
132. Рогалев Н. Д. Инвестиционная деятельность как инструмент управления стоимостью генерирующей компании / Н. Д. Рогалев, А. Г. Зубкова, Е. А. Негомедзянова // Инновации. – 2007. – № 7 (105). – С. 107-111.
133. Российский статистический ежегодник – 2010 : Стат. сб. / Росстат. – М., 2010. – 813 с.
134. Рубцов С. В. Уточнение понятия «бизнес-процесс» / С. В. Рубцов // Менеджмент в России и за рубежом. – 2001. – №6. – С. 18-23.
135. Самбурский А. М. Анализ современных концепций управления стоимостью промышленного предприятия / А. М. Самбурский, М. Я. Ходорковский // Экономика региона. – 2006. – №2. – С. 96-107.
136. Самохвалов В. Как определить ключевые финансовые факторы стоимости? / Владимир Самохвалов // Корпоративные финансы. – 2004. – № 05 (36). – С. 34 – 38.
137. Сафина Л. А. Исследование значимости инвестиций в инновационную деятельность компании при управлении, ориентированном на стоимость / Л. А. Сафина // В мире научных открытий. – 2010. – №1 (07). – Часть 2. – С. 82-86.
138. Семон Б. Й. Порівняльний аналіз можливості застосування функціонального та процесного підходів до управління установою / Б. Й. Семон, В. Л. Шевченко, І. В. Подобєдов, Я. О. Радченко. [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.nbu.gov.ua/portal/soc_gum/Znpcvsd/2009_1/1.pdf

139. Скотт М. Факторы стоимости : Руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости / М. Скотт / Пер с англ. – М. : Альпина-бизнес, 2000. – 432 с.
140. Сливотски А. Миграция ценности. Что будет с вашим бизнесом послезавтра? / Адриан Сливотски; [пер. с англ. А. А. Шапошниковой]; под ред. М. В. Фербера и А. В. Степанова. — М. : Манн, Иванов и Фербер, 2006. – 432 с.
141. Сливоцький А. Міграція капіталу: Як у замислах на кілька кроків випередити своїх конкурентів / Адріян Слтвоцький; [пер. з англ. Петрушенко Л.М.]. – К. : Універ. вид-во «Пульсари», 2011. – 296 с.
142. Статистичний бюлетень «Капітальні інвестиції в Україні» за січень-червень 2011 року / Державна служба статистики України. – К., 2011. – 42 с.
143. Статистичний щорічник України за 2010 рік / Державна служба статистики України. – К. : ТОВ «Август Трейд», 2011. – 560 с.
144. Стратегические инвестиции [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.allprobiz.net/readarticle.php?article_id=1398
145. Сулевский В. В. Определение и управление ключевыми факторами стоимости предприятия / В. В. Сулевский. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://be5.biz/ekonomika1/r2011/00338.htm>
146. Сулл Дональд Н. Почему хорошие компании терпят неудачу и как выдающиеся менеджеры их возрождают / Сулл Н. Дональд / Пер. с англ. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. – 214 с.
147. Сумский завод "Насосэнергомаш" [Електронний ресурс]: офіційний сайт. – Режим доступу : <http://nempump.com>
148. Сухарев О. С. Синергетика инвестиций : учеб.-метод. пособие / О. С. Сухарев, С. В. Шманев, А. М. Курьянов; под ред. проф. О. С. Сухарева. – М. : Финансы и статистика; ИНФРА-М. – 2008. – 368 с.

149. Суязов В. И. Процессный подход в управлении инновационным развитием предприятия / В. И. Суязов // Инновационная деятельность. – 2009. – № 3. – С. 20-22.
150. Сысоев А. Ю. Использование моделей “реальных опционов” при оценке эффективности инвестиционных проектов / А. Ю. Сысоев // Вестник Финансовой академии. – 2003. – № 4. – С. 91. Режим доступа : <http://www.vestnik.fa.ru>
151. Теплова Т. В. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании (практика российских предприятий) / Т. В. Теплова. – М. : Вершина, 2007. – 272 с.
152. Тополя И. В. Экономическая теория и модели целевой функции фирмы / И. В. Тополя // Проблемы управления. – 2004. – №1. – С.54-60.
153. Удалих О. О. Управління інвестиційною діяльністю промислового підприємства : Навч. посіб. / О. О. Удалих. — К. : Центр навчальної літератури, 2006. – 292 с.
154. Федоренко В. Г. Інвестиційний менеджмент : навч. посіб. / В. Г. Федоренко. – 2-ге вид., доп. – К. : МАУП, 2001. – 280 с.
155. Филимонова Н. Н. Обеспечение эффективного управления инвестиционной деятельностью предприятия / Н. Н. Филимонова. – Сервис plus. – 2009. – № 4. – С. 61-66.
156. Харів П. С. Інноваційна діяльність підприємства та економічна оцінка інноваційних процесів / П. С. Харів. – Тернопіль : Економічна думка, 2003. – 326 с.
157. Харитонов А. Ю. Эффективное управление предприятием на основе его стоимости [Электронный ресурс] : монография / А. Ю. Харитонов, А. В. Пластинин. – Архангельск, 2009. – 186 с. – Режим доступа : <http://narfu.ru/university/library/books/0447.pdf>
158. Хрущ Н. А. Інвестиційна діяльність : сучасні стратегії і технології. / Н. А. Хрущ. – Хмельницький : ХНУ, 2004. – 309 с.

159. Циклы воспроизводства капитала : Монография / Козьменко С. Н.; Васильева Т. А.; Скляр И. Д.; Елифанов А. А.; Леонов С. В. и др. – Сумы : Деловые перспективы, 2005. – 221 с. – Серия «Мастер-класс».
160. Черваньов Д. М. Менеджмент інвестиційної діяльності підприємств : навч. посіб. / Д. М. Черваньов. – К. : Знання-Прес, 2003. – 622 с.
161. Чараева М. В. Концептуальные основы формирования стратегического финансового управления реальными инвестициями российских предприятий / М. В. Чараева // Terra Economicus. – 2011. – Т. 9. – № 2-2. – С. 165-170.
162. Черемушкин С. Магия финансовой метрики / Сергей Черемушкин // Корпоративный менеджмент. [Электронный ресурс]. – Режим доступа:
http://www.cfin.ru/finanalysis/value/finance_metrics_2.shtml
163. Череп А. В. Инвестознаводство : підручник / А. В. Череп. – К. : Кондор, 2006. – 398 с.
164. Чичун В. А. Стратегічне управління інвестиційною діяльністю сільськогосподарських підприємств : автореферат к. економ. наук, спец. : 08.00.04 – економіка та управління підприємствами (за видами економічної діяльності) / В. А. Чичун. – Тернопіль : Тернопільський нац. економ. ун-т, 2009. – 20 с.
165. Шарп У. Ф. Инвестиции / У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. Бейли : пер. с англ. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 1035 с.
166. Шишкин А.А. Взгляд на стоимостной подход к управлению / А. А. Шишкин [Электронный ресурс]. – Режим доступа :
http://www.cfin.ru/management/finance/valman/managerial_aspect/shtml.
167. Щербакова О. Методы оценки у правления стоимостью компании, основанные на концепции экономической добавленной стоимости / О. Щербакова // Технологии корпоративного управления [Электронный ресурс]. – Режим доступа :
http://www.iteam.ru/publication/strategy/section_20/article_1148.

168. Эванс Ф. Оценка компаний при слияниях и поглощениях : создание стоимости в частных компаниях / Ф. Эванс, Д. Бишоп ; пер. с англ. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. – 332 с.
169. Яроцький О. В. Можливості процесного підходу в управлінні ефективністю функціонування виробничого підприємства / О. В. Яроцький, В. В. Стадник // Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. – 2010. – № 1. – Т.1. – С. 47-52.
170. Ястремський О. І. Основи теорії економічного ризику : навчальний посібник для студентів екон. спец. вищ. навч. закладів. / О. І. Ястремський – К. : АртЕк, 1997. – 248 с.
171. Amram M., Kulatilaka N. Real options : Managing strategic investments in an uncertain world. – Boston, MA : Harvard Business School Press, 1999. – P. 145 –163.
172. Brett C. Olsen Firms and the competitive advantage period [Електронний ресурс]. Режим доступу : <http://ebookbrowse.com/firms-and-the-competitive-advantage-period-pdf-d289320631>
173. Cambridge dictionary online [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://dictionary.cambridge.org/dictionary/business-english/strategic-value>.
174. Corporate finance [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.vernimmen.com/html/glossary/definition_strategic_value.html
175. Chan A. The mechanics of the economic model / Andrew Chan \ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.rbcra.com/economicmodelv20a.pdf>
176. Financial Services Authority. Handbook Online [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://fsahandbook.info/FSA/glossary-html/handbook/Glossary/S?definition=G2925>
177. Fritz T. The Competitive Advantage Period and the Industry Advantage Period / Thomas Fritz / [Електронний ресурс]. – Режим доступу:

- http://ebookey.org/The-Competitive-Advantage-Period-and-the-Industry-Advantage-Period_538403.html
178. ISO 9000 : 2000 Системы менеджмента качества – Основные положения и словарь.
179. Jan F. Jacobs Like EVA®, the CVA® Concept Cannot Stand the Test Either [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.ssrn.com/abstract=378501>
180. Koller T. What is value-based management? // The McKinsey Quarterly – 1994 (3) – pp. 87–101.
181. London south east [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.lse.co.uk/financeglossary.asp?searchTerm=&iArticleID=2051&definition=strategic_investment
182. Majda S., Pindyck R. Time to Build, Option Value and Investment Decisions // Journal of Financial Economics. – 1987. – Vol. 18. – № 1. – P. 7 – 27.
183. Mauboussin M. J. Measuring the moat. Assessing the Magnitude and Sustainability of Value Creation / Michael J. Mauboussin, Kristen Bartholdson [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.capatcolumbia.com/Articles/measuringthemoat.pdf>
184. Mauboussin M. Competitive Advantage Period “CAP” The Neglected Value Driver / Michael Mauboussin, Paul Johnson \ [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/cap.pdf>
185. McDonald R., Siegel D. Investment and The Valuation of Firms When There Is an Option to Shut Down // International Economic Review. – 1985. – Vol. 26. – № 2. – P. 331 – 349.
186. Mendlowitz E. Uncover Strategic Value [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.journalofaccountancy.com/Issues/2009/Nov/20092092.htm>

187. Michael J. Mauboussin, Kristen Bartholdson measuring the moat : Assessing the Magnitude and Sustainability of Value Creation [Электронный ресурс]. Режим доступа : <http://www.capatcolumbia.com/Articles/measuringthemoat.pdf>
188. Michael Mauboussin, Paul Johnson Competitive Advantage Period “CAP”. The Neglected Value Driver [Электронный ресурс]. Режим доступа : <https://www.capatcolumbia.com/Articles/FoFinance/Fof1.pdf>
189. Myers S., Majd S. Abandonment Value and Project Life, *Advances in Futures and Options Research*. – 1990. – Vol. 78. – P. 1 – 21.
190. Omega Foundry Machinery Ltd. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.omegafoundrymachinery.com/RUS/index.html>
191. Ottosson E. Linking Capital Allocation to Individual Capital Expenditure Decisions / Erik Ottosson and Fredrik Weissenrieder. [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.cva.se/img/QuestionsOfValue_eng.pdf
192. Solomon E., Laya J. Measurement of Company Profitability : Some Systematic Errors in the Accounting Rate Return / Ed. Robichek A. A. // *Financial Research and Management Decisions*. John Wiley. – 1967.
193. Strategic Value Investments [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.investtoexit.com/articles/strategic-value.html>.
194. The Private Company Financial Data Authority [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.privco.com/knowledge-bank/definition/strategic-investment>
195. Trigeorgis L., Mason S. Valuing Managerial Flexibility // *Midland Corporate Finance Journal*. – 1987. – Vol. 5. – № 1. – P. 14 – 21.
196. Value based management : Economic value added or cash value added by Fredrik Weissenrieder 1998. \ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://doc.mbalib.com/view/2bd5acac20fd8b3c5cfc1470ab03ba84.html>



Заступник декана
Ректор Сумського державного
університету, професор
А.В.Васильєв

АКТ

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Новикової Інни Володимирівни «Вартісно-орієнтоване
управління інвестиційною діяльністю підприємства» у
навчальний процес кафедри економіки підприємства
Шосткинського інституту Сумського державного університету

від 14 листопада 2012 року

м.Шостка

Акт складено комісією у складі:

- Голова: Заступник директора з навчально-педагогічної роботи
Шосткинського інституту СумДУ к.т.н. Павленко А.А..
- Члени комісії: 1. Начальник навчально-методичного відділу, старший
викладач Полончук В.О..
2. Декан денної форми навчання, завідувач кафедри
фундаментальних та загальнонаукових дисциплін, к.т.н.,
доцент Мараховська О.Ю..

У період з 7 по 14 листопада комісія провела роботу по визначенню
фактичного впровадження результатів дисертаційного дослідження
Новикової Інни Володимирівни «Вартісно-орієнтоване управління
інвестиційною діяльністю підприємства» у навчальний процес кафедри

економіки підприємства Шосткинського інституту Сумського державного університету (ШІСумДУ).

Комісія розглянула такі матеріали:

1. Дисертаційну роботу Новикової Інни Володимирівни «Вартісно-орієнтовне управління інвестиційною діяльністю підприємства».
2. Робочі програми курсів дисциплін:

„Інвестування” (викладається для студентів денної форми навчання за програмами підготовки бакалаврів за спеціальністю «Економіка підприємства»; для студентів заочної форми навчання за програмами підготовки бакалаврів за спеціальностями «Економіка підприємства», «Фінанси»);

«Основи менеджменту» (викладається для студентів заочної форми навчання за програмами підготовки бакалаврів за спеціальністю «Менеджмент організацій»).

3. Видані навчально-методичні матеріали для вивчення перелічених дисциплін.

За результатами проведеної роботи комісією встановлено:

1. Розроблені в дисертаційній роботі Новикової Інни Володимирівни «Вартісно-орієнтоване управління інвестиційною діяльністю підприємства» методологічні і науково-теоретичні положення, а також практичні методики впроваджені як розділи курсів таких дисциплін:

- «Інвестування», розділи: «Методологія оцінки ефективності впровадження інвестиційних проектів»,
- «Основи менеджменту», розділ: «Стратегічне управління підприємством».

2. Застосування в навчальному процесі кафедри економіки підприємств Шосткинського інституту СумДУ матеріалів дисертаційного дослідження Новикової Інни Володимирівни «Вартісно-орієнтоване управління інвестиційною діяльністю підприємства» дало змогу адаптувати перелічені дисципліни до сучасних умов розвитку економіки України з

урахуванням пріоритетів та загальнотеоретичних вимог концепції сталого розвитку, поглибити їх теоретико-методичні основи, а в кінцевому підсумку – підвищити якість підготовки фахівців з економічних спеціальностей.

Голова комісії



А.А.Павленко

Члени комісії



В.О.Полончук



О.Ю.Мараховська

№ 79-9454
на № _____ от 19.12.2012

Голові спеціалізованої вченої ради
Д 55.051.01 Сумського державного
університету
д.е.н., проф. Ілляшенку С.М.

ДОВІДКА

про впровадження результатів наукового дослідження

Фахівцями підприємства АТ «Сумський завод «Насосенергомаш»» було розглянуто результати, представлені у дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.04 – економіка та управління підприємствами (за видами економічної діяльності) «Вартісно-орієнтоване управління інвестиційною діяльністю підприємства», виконаною Новиковою Інною Володимирівною.

Враховуючи актуальність та своєчасність представленого дослідження керівництвом підприємства прийнято рішення щодо використання результатів дослідження у практиці діяльності АТ «Сумський завод «Насосенергомаш»».

Зокрема з метою удосконалення управління інвестиційною діяльністю підприємства використано такі результати запропонованого дисертаційного дослідження:

1. Методичні рекомендації щодо оцінки ефективності стратегічних інвестицій, які базуються на використанні показника еквівалентної доданої вартості грошового потоку та рівня стійкості доданої грошової вартості інвестиційного проекту.
2. Підхід до визначення періоду економічного життя стратегічних інвестицій, який використовується у розрахунках їх ефективності. Застосування цього підходу дає можливість орієнтувати стратегічні інвестиційні рішення підприємства на пошук конкурентних переваг з урахуванням динаміки формування доходності інвестицій та вартості капіталу в галузі.

Голова правління



Ямбуренко В.Н.