

Тетяна Л. Керанчук, Тетяна П. Басюк

**УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИМИ ПРОЕКТАМИ
ПІДПРИЄМСТВА НА ОСНОВІ ЦІННІСТНО-ОРІЄНТОВАНИХ
ПІДХОДІВ**

У статті розглянуто особливості оцінки ефективності інвестиційних проектів підприємства на основі показників економічної (EVA) та ринкової доданої вартості (MVA) та викладено авторське бачення оцінки впливу економічної доданої вартості на ринкову вартість компанії.

Ключові слова: економічна додана вартість, ринкова додана вартість, капітал, ринкова вартість компанії, інвестиційний проект.

Лит. 11

Татьяна Л. Керанчук, Татьяна П. Басюк

**УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЕКТАМИ ПРЕДПРИЯТИЯ
НА ОСНОВЕ ЦЕННОСТНО-ОРИЕНТИРОВАННЫХ ПОДХОДОВ**

В статье рассмотрены особенности оценки эффективности инвестиционных проектов предприятия на основе показателей экономической (EVA) и рыночной добавленной стоимости (MVA), изложен авторский подход к оценке влияния экономической добавленной стоимости на рыночную стоимость компании.

Ключевые слова: экономическая добавленная стоимость, рыночная добавленная стоимость, капитал, рыночная стоимость компании, инвестиционный проект.

Лит. 11

Tatjana L.Keranchuk, Tatjana P. Basiuk

**MANAGEMENT OF INVESTMENT PROJECTS COMPANIES BASED
VALUE-ORIENTED APPROACHES**

This article explains especially evaluation of investment projects of the enterprise on the basis of economic value added (EVA) and market value added

(MVA). It sets out the author's vision of the to assess the impact of the economic value added to the market value of the company.

Keywords: *economic value added, market value added, capital, the market value of the company, investment project.*

Lit. 11

Постановка проблеми. Проблеми забезпечення сталого розвитку та зростання цінності компанії є актуальними для підприємств України, особливо в умовах фінансової кризи. Адже кожне підприємство представляє собою цілісну систему. Взаємодія елементів цієї системи має забезпечувати досягнення місії та поставлених перед підприємством цілей в ході реалізації стратегій. Стратегії, як правило, передбачають розвиток бізнесу на основі управління інвестиційними (або інноваційними) програмами, які включають в себе набір окремих проектів. Реалізація кожного з прийнятих проектів має забезпечувати результат у вигляді певного внеску в досягнення поставлених перед підприємством цілей. При цьому, система цілей компанії відповідно до ціннісно-орієнтованих підходів, спрямована на збільшення цінності компанії. Саме тому, поряд з традиційними показниками оцінки ефективності інвестиційних проектів (NPV, IRR, DPB, PI) доцільним є оцінка та моніторинг показників, які відбивають вклад кожного інвестиційного проекту в зростання цінності підприємства.

Аналіз досліджень і публікацій. Аналіз проведених досліджень виявив значну увагу вчених до проблематики управління інвестиціями на підприємстві. Зокрема питанням оцінки ефективності інвестиційних проектів приділялася значна увага в працях І.О.Бланка [1], В.П. Савчука, [8], проблеми оцінки ринкової вартості підприємства вивчалися такими вченими, як О.М.Король [4], Т.Коупленд, Т.Коллер, Д.Мурин [5], питанням інвестиційної оцінки різних видів активів та моделям такої оцінки присвячена робота А.Дамодарана [6].

Невирішені раніше частини загальної проблеми. Аналіз наукових досліджень показав, що проблемам застосування ціннісно-орієнтованих показників в процесі стратегічного аналізу інвестиційних проектів підприємства присвячувалась увага в роботах як вітчизняних авторів П.Л.Гордієнко [3], К.І.Редченко [7], М.Г.Чумакова [9], так і закордонних Д.Хан [10]. Але питання оцінки вкладів окремих інвестиційних проектів в зростання цінності підприємства і взаємозв'язку показників EVA та MVA потребують, на нашу думку, подальшого дослідження.

Метою дослідження є обґрунтування доцільності використання показника EVA та MVA в ході управління інвестиційними проектами підприємства.

Основні результати дослідження.

В рамках ціннісно-орієнтованих концепцій підприємство розглядається як цілісна система інтересів різних зацікавлених сторін: власників, робітників, менеджерів і т.д. З точки зору цих зацікавлених груп, основною місією підприємства має бути його подальший успішний розвиток. Основною умовою та одночасно кількісним критерієм успішності розвитку підприємства є максимізація його ринкової вартості або цінності для його власників. Отже, можна зробити висновок, що всі стратегічні та оперативні дії на підприємстві мають бути спрямовані на досягнення вищеозначеної мети. Очевидно, що при визначенні цільових показників розвитку підприємства мають враховуватись положення основних ціннісно-орієнтованих концепцій.

На теперішній час існує достатня їх кількість: концепція А. Раппапорта, Т.Коупленда та Дж. Муррина, Т.Г.Левіса, Дж.М.Стерна та Дж.Б.Стюарта, Д.Хана. Порівняльна характеристика концепцій цих авторів наведена в таблиці 1. Слід зазначити, що всі автори дотримуються єдності в частині доцільності використання в якості довгострокового критерію успішності розвитку компанії приросту її ринкової вартості. Основною передумовою такого приросту є формування в короткостроковому періоді економічної доданої вартості (EVA).

Таблиця 1

Порівняльна характеристика основних ціннісно-орієнтованих підходів
до управління підприємством

Концепції		А. Раппапорт	Т.Коупленд	Дж.М.Стерн, Дж.Б.Стюарт	Т.Г.Левіс	Д.Хан
Ставка витрат на капітал		WACC по CAPM	WACC	WACC	WACC	WACC по CAPM
Критерії успішності	Довгостроковий період	Акціонерна вартість	Вартість власного капіталу	Ринкова додана вартість (MVA)	Ринкова вартість власного капіталу	Вартість сукупного власного капіталу та його залишкова вартість, темпи росту власного капіталу
	Короткостроковий період	Рентабельність обороту, критична маржа	Доходність на інвестований капітал (ROI)		Доходність від інвестицій по грошовому потоку(CF ROI)	Доходність на інвестований капітал (ROI)
	Надприбуток					

Зрозуміло, що успішний розвиток підприємства базується на впровадженні стратегії якісних змін у виробництві, фінансуванні, маркетингу, управлінні та інших елементах потенціалу підприємства. Критерієм оптимальності стратегії, на нашу думку, виступає максимізація приросту вартості (value creation). Якщо ж реалізація стратегії розвитку компанії призводить до зниження вартості (value destruction), то така стратегія має бути змінена. Тому в стратегічному аналізі поряд з традиційними підходами щодо

оцінки доцільності реалізації інвестиційних проектів, мають використовуватись, з нашої точки зору, саме специфічні підходи:

1. По-перше, аналіз інвестиційних проектів на основі показників EVA (Economic Value Added) та MVA (Market Value Added) [10, с. 144], це підхід, який дає можливість оцінити ринковий результат від реалізації інвестиційних проектів та оцінити ступінь відповідності поставленим стратегічним цілям розвитку підприємства.
2. По-друге, аналіз інвестиційних проектів з урахуванням ризику. Це підхід, який дає можливість оцінки доцільності реалізації проектів при зміні окремих параметрів інвестиційного проекту [2].

Зосередимось на обґрунтуванні використання першого специфічного підходу. Показник економічної доданої вартості (economic value added - EVA) дає можливість проаналізувати, реалізація яких саме інвестиційних проектів сприяє підвищенню ринкової вартості підприємства і обрахувати цей вплив кількісно. Економічна додана вартість визначається як різниця між виробничим результатом проекту і вартістю інвестованого капіталу. Формула розрахунку EVA має такий вигляд:

$$EVA = NOPAT - WACC * C \quad (1)$$

де NOPAT (Net Operating Profits After Taxes) - чистий операційний прибуток після сплати податків, але до сплати відсотків; WACC - середньозважена вартість капіталу; C - вартісна оцінка капіталу, що визначається як різниця між сукупною вартістю активів і короткотерміновими зобов'язаннями (окрім тих, за якими сплачуються відсотки).

Показник EVA може розглядатись як індикатор якості стратегічних інвестиційних рішень на підприємстві. Його постійна додатна величина свідчить про збільшення вартості компанії чи окремого стратегічного господарського підрозділу, а від'ємна відповідно про зменшення вартості. Таким чином, орієнтований на вартість інвестиційний аналіз є основою

розподілу ресурсів компанії в майбутньому, що орієнтує підприємство на відбір стратегічно важливих проектів, які створюють додаткову вартість.

Звідси можна зробити висновок, що показник EVA тісно пов'язаний з категорією ринкової доданої вартості (market value added-MVA). Ринкова додана вартість показує додатково створену ринкову вартість підприємства (або вартість власного капіталу компанії). Взаємозв'язок показників ринкової вартості підприємства, MVA та EVA графічно зображено на рисунку 1.

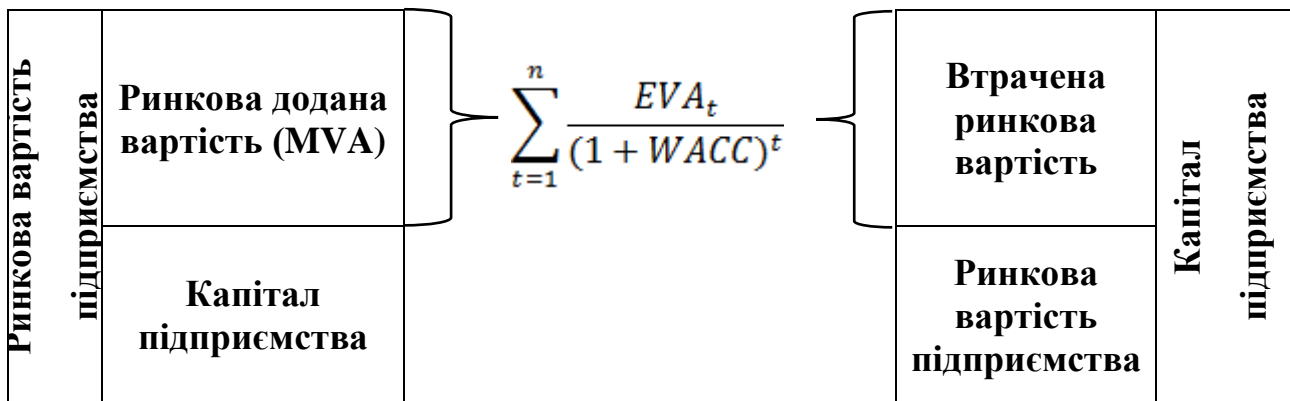


Рис.1. Взаємозв'язок показників ринкової вартості підприємства та економічної доданої вартості, [10, с.162].

Для підприємств, які мають будь-яку, крім акціонерної, організаційно-правову форму величина MVA може визначатись як сумарна приведена вартість майбутніх EVA (див. формулу 2):

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} \quad (2)$$

Аналіз інвестиційних проектів на основі показника EVA може виступати як альтернатива їх традиційному аналізу за допомогою NPV. Це означає, що обґрунтування рішень щодо доцільності реалізації проекту побудовані на обрахунку EVA чи NPV, повинні співпадати. Але на противагу NPV, визначення EVA проекту дає можливість визначити внесок останнього в ринкову вартість підприємства, що відповідає визначенню стандарту P2M, згідно з яким «проект – це зобов'язання створити цінність, яка має бути

утворена у певний період, у межах узгодженого часу, ресурсів і умов експлуатації» [11, с.18].

Авторами була здійснена спроба застосувати вищеописані інструменти оцінки в рамках науково-практичного дослідження, яке проводилось на ДП ПАТ «Київхліб» «Хлібокомбінат №10». В ході проведеного дослідження було обґрунтовано доцільність реалізації інвестиційного проекту, пов'язаного із впровадженням нової лінії «ТОПОС» для виробництва дрібно штучних виробів. В ході оцінки економічної ефективності проекту поряд із традиційними показниками (NPV, IRR, DPB, PI) були обраховані показники ціннісно-орієнтованого підходу – EVA, MVA, а також ринкова вартість підприємства з урахуванням реалізованого проекту (V_T) за формулою 3.

$$V_T = C_T + \left(\frac{S_T + (1+q)}{WACC - q} \right) * \left(OP - WACC * \frac{CR}{1+q} \right) \quad (3)$$

де V_T - ринкова вартість підприємства в момент T; S – чистий дохід від реалізації; q – сталий темп приросту реалізації; OP – рівень рентабельності операційної діяльності, який визначається як частка від ділення NOPAT та S; CR – рівень капіталомісткості реалізації, який визначається як частка від ділення C та S.

В таблиці 2 зазначені підсумкові показники, що були обраховані по проекту.

Таблиця 2

Оцінка економічної ефективності інвестиційного проекту (авторська розробка),

Показники	0-й рік	1-й рік	2-й рік	3-й рік	4-й рік	5-й рік
1. С, тис.грн.	5489,0					
2. WACC,(%)		17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%
3. NOPAT, тис. грн.		2651,2	2973,1	3295,0	3295,0	3295,0
4. NCF, тис. грн.	-5489,0	3259,5	3510,8	3762,0	3762,0	3762,0
5. NPV, тис.грн.	5853,6					
6. IRR, (%)	57,0%					
7. DPB, (роки)	2,4					
8. EVA, тис. грн.		1701,6	2023,5	2345,4	2345,4	2345,4
9. MVA, тис. грн.	6669,5					
10. V до проекту, тис. грн.	134210,9					
11. V після проекту, тис. грн.	140939,2					

- в проект передбачалось інвестувати капітал (С), сформований за рахунок накопиченого нерозподіленого прибутку та за рахунок середньострокового банківського кредиту;
- середньозважена вартість інвестованого капіталу (WACC) визначалась з урахуванням відсоткової ставки по отриманому середньостроковому банківському кредиту (24%) та середньої депозитної банківської ставки (16%) в якості вартості власного капіталу;
- чистий операційний прибуток після сплати податків, але до сплати відсотків по банківському кредиту (NOPAT) було визначено з урахуванням прогнозованого можливого обсягу виробництва та реалізації продукції, прогнозованих обсягів постійних та змінних витрат, діючої на той період ставки податку на прибуток підприємств.
- чистий грошовий потік (NCF) враховував умови державної амортизаційної політики і зміни у чистому робочому капіталі згідно планового балансу по проекту;
- основні показники оцінки економічної ефективності інвестиційного проекту (NPV, IRR, DPB) були визначені за традиційною методикою дисконтування чистих грошових потоків за ставкою, яка дорівнює WACC. Їх значення свідчать про те що даний проект доцільний для реалізації: NPV має позитивний знак, IRR значно вища за показник середньозваженої вартості капіталу. Але ці показники не відбивають кількісного внеску до збільшення ринкової вартості підприємства в цілому, що не дає можливості оцінити цінність проекту з позицій стратегічного розвитку всього підприємства;
- саме тому додатково авторами були оцінені EVA та MVA, які генеруються даним проектом. MVA визначалась за формулою 2 в зв'язку з тим, що акції досліджуваного підприємства не котируються на фондовому ринку, тому їх ринкову вартість встановити проблематично. Як видно з таблиці, показник ринкової доданої вартості для ДП ПАТ

«Київхліб» «Хлібокомбінат №10» після реалізації проекту становитиме 6669,5 тис.грн.;

- надалі з метою виявлення кількісного впливу EVA проекту на зміну ринкової вартості підприємства в цілому, остання була оцінена у двох варіантах – до реалізації проекту (V до проекту) та з урахуванням реалізації проекту (V після проекту). Різниця між цими двома величинами і показала кількісний внесок інвестиційного проекту в збільшення ринкової вартості підприємства, а саме 6728,3 тис. грн (140939,2-134210,9). Отже, цей результат свідчить, що незважаючи на зростання WACC досліджуваного підприємства за умов реалізації проекту матиме місце приріст ринкової вартості, який майже стовідсотково дорівнює величині MVA (в підсумку отримано відхилення в межах припустимої похибки, яке становить 0,88%).

Отже, проведене авторами дослідження та впровадження підтвердило, що використання EVA та MVA в якості цільових показників діяльності дає підприємству ряд переваг:

- можливість оцінки інвестиційних проектів з позиції перспектив розвитку бізнесу;
- можливість підвищення ступеню зацікавленості власників бізнесу у проведенні реальних інвестиційних проектів незважаючи на нестачу власних коштів і необхідність залучення кредитних ресурсів;
- можливість демонстрації доцільності реалізації реальних інвестиційних проектів незважаючи на зростання ступеню ризику, пов'язаного з інвестиційною діяльністю;
- можливість оцінки проекту у взаємозв'язку з іншими проектами у складі інвестиційної програми;
- можливість рівнозначно оцінювати поряд із стратегічно значимими інвестиційними проектами оперативні заходи, пов'язані із вдосконаленням поточної діяльності підприємства;

- можливість визначити вплив інвестиційних проектів на ступінь конкурентоспроможності окремих видів продукції і підприємства в цілому через матрицю Бостонської консалтингової групи, матрицю ринкової привабливості або матрицю конкурентних позицій.

Одночасно при проведенні оцінки економічної ефективності інвестиційного проекту з використанням показників ціннісно-орієнтованого підходу варто розуміти, що не завжди збільшення темпів приросту обсягів реалізації продукції, отримане завдяки проекту, забезпечує зростання ринкової вартості підприємства. Якщо зростання обсягів реалізації вимагає залучення дорогих джерел капіталу, це може нівелювати весь очікуваний ефект і реалізація такого проекту може призвести до втрати ринкової вартості підприємства. Саме ці моменти і дозволяє виявити використання показників EVA та MVA в якості додаткових критеріїв відбору інвестиційних проектів і включення їх до складу інвестиційної програми, орієнтованої на стратегічний розвиток підприємства.

Висновки. Отже, на нашу думку, доцільність використання показників EVA та MVA для оцінки привабливості інвестиційних програм та проектів не викликає сумніву. Одночасно їх використання на практиці, як показало дослідження, вимагає забезпечення створення певних передумов на підприємстві: по-перше, модифікації систем внутрішнього обліку підприємства, яка забезпечує отримання необхідної інформації для визначення EVA в розрізі окремих проектів, що формують інвестиційну програму; по-друге, організації системи інвестиційного контролінгу, яка дає можливість обґрунтування управлінських рішень щодо доцільності реалізації окремих інвестиційних проектів з урахуванням їх внесків в приріст ринкової вартості підприємства.

Список використаної літератури:

1. Бланк І.А. Інвестиційний менеджмент [Текст]: навч. курс / І.А.Бланк.- К.:Сльга, Ника – Центр, 2001. -448с.

2. Вагнер І.М. Стратегічний аналіз доцільності інвестицій у розвиток стратегічних господарських підрозділів [Електроний ресурс] / V Международная научно-практическая Интернет-конференция "Альянс наук: ученый - ученому" (20 марта 2009 г.) - Режим доступа: http://www.confcontact.com/2009_03_18/ek8_vagner.php
3. Гордієнко П.Л. Стратегічний аналіз [Текст]: навч. посібник / П.Л.Гордієнко, Л.Г. Дідковська, Н.В.Яшкіна:– 2-ге вид., перероб. і доп . – К.: Алерта , 2008. – 478с.
4. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов [Текст]: пер. с англ. -9 –е вид.- М.: Альпина Паблишер, 2016. – 1316 с.
5. Король О.М. Ключові індикативні складові системи моніторингу вартості корпорацій // Фінанси України. – 2006. № 1. С. 135-141.
6. Коупленд Т., Коллер Т., Мурин Д. Стоимость компаний: оценка и управление. [Текст]: пер. с англ.– М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. – 576с.
7. Редченко К.І. Стратегічний аналіз у бізнесі [Текст]: навч. посібник / К.І. Редченко. – 2-ге вид., доповнене. – Львів: «Новий світ – 2000», 2003. – 272 с.
8. Савчук В.П. Финансовый менеджмент предприятий: прикладные вопросы с анализом деловых ситуаций. [Текст]/ В.П. Савчук. -К.:Изд. дом «Максимум», 2001.-600с.
9. Чумаченко М.Г., Панков В.А. Управління вартістю компанії на основі ціннісного підходу // Фінанси України. – 2004. № 2. С. 66-79.
10. Хан Д., Хунгенберг Х. Планирование и контроль. Стоимостно-ориентированная концепция контроллинга [Текст]: пер с нем. / Под ред. Л.Г.Головача, М.Л.Лукашевича. -М.: Финансы и статистика, 2005. -928с.
11. Ярошенко Ф.А. Управление инновационными проектами и программами на основе системы знаний Р2М [Текст]: монография // Ф.А. Ярошенко С.Д.Бушуев, Х. Танака . – К. : Саммит-Книга, 2012.– 272 с.