

К.е.н. Куц Л.Л.

Тернопільський національний економічний університет

СИСТЕМА ОЦІНОЧНИХ ІНДИКАТОРІВ ЕФЕКТИВНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЦЕСУ ПІДПРИЄМСТВА

Визначено комплекс оціночних показників ефективності інвестиційного процесу підприємства.

Ключові слова: інвестиції, інвестиційний проект, інвестиційний процес, ефективність інвестиційного процесу, харчова промисловість.

І. Вступ. В умовах значної обмеженості інвестиційних ресурсів, до того ж – за великої потреби в них, особливої актуальності набуває питання їх ефективного використання. Забезпечення належної ефективності інвестицій – складне і важливе завдання для будь-якого підприємства, зокрема й харчового.

Складна структура інвестиційного процесу, коли в сучасних умовах підприємство може брати участь у реалізації кількох інвестиційних проектів (здійснювати інвестиції у фінансові, реальні (нематеріальні, матеріальні) проекти), вимагає належного методологічного забезпечення оцінювання його ефективності.

Питання, пов'язані з оцінкою ефективності інвестицій, розглянуто у працях зарубіжних і вітчизняних вчених: В. Беренса, І. Бланка, Є. Бойка, Л. Дж. Гітмана, А. Гойка, М. Джонка, Я. Єлейка, Я. Крупки, Г. Маховікової, А. Мертенса, А. Пересади, П.Г. Перерви, Д. Черваньова, У. Шарпа, В. Шевчука та ін. Безпосередньо інвестиційні проблеми підприємств харчової промисловості розглядаються у дослідженнях Л. Борщ, П. Борщевського, Д. Крисанова, Л. Дейнеко, С. Дусановського, А. Заїнчковського й ін.

У публікаціях останніх років вітчизняні науковці розглядають проблему розробки методики оцінювання інвестицій, адаптованої до сучасних умов. Аналіз наукової літератури дав нам змогу з'ясувати, що головний акцент вітчизняні вчені роблять на методах оцінювання ефективності інвестицій в окремі проекти (реальні, фінансові) і значно менше уваги приділяють дослідженню питання ефективності інвестиційного процесу загалом. Враховуючи, що інвестиційний процес підприємства має працювати на досягнення генеральної мети організації, питання формування

цього процесу з точки зору якнайповнішого досягнення мети, а отже, максимальної загальної ефективності вважаємо ключовим.

II. Постановка завдання. В умовах обмеженості інвестиційних ресурсів (а ця проблема для підприємств України постала дуже гостро) підприємство не може реалізувати всі можливі інвестиційні проекти, а змушене робити вибір і поєднувати проекти так, щоб сукупний результат від інвестицій був оптимальним.

Мета даного дослідження – визначення комплексу (системи) оціночних показників ефективності інвестиційного процесу підприємства, використання якої на практиці сприятиме поліпшенню управління цим процесом.

Вирішення поставленого завдання досягнуто за допомогою використання методів: аналізу і синтезу, логічних порівнянь та узагальнень, системного.

III. Результати. З огляду на те, що при формуванні інвестиційного процесу розглядають різні проекти і спочатку увагу приділяють їхній ефективності, нами було проведено аналіз сучасних методів її оцінювання [5]. Це дало змогу виявити недоліки та переваги окремих показників ефективності, відмінності та загальні риси закордонних і вітчизняних розробок, систематизувати умови, за яких у практиці українських підприємств можливе використання традиційних та нових динамічних методів (дисконтування) оцінювання ефективності інвестиційних проектів, зумовило необхідність вдосконалення теоретичної бази інвестування.

Вважаємо, що головна характерна риса інвестиційного процесу – спрямованість на досягнення генеральної мети підприємства. Його іншою рисою є неперервність у просторі і часі, а це означає, що в ході інвестиційного процесу одночасно реалізуються паралельні та послідовні проекти. При цьому виникає запитання: який з існуючих критеріїв може бути базовим для оцінювання ефективності інвестиційного процесу в такому контексті? На нашу думку, найбільш доцільно використовувати чистий дисконтований дохід (*Net Present Value, NPV*). Його суттєва і головна перевага над іншими критеріями полягає в адитивності у просторовому та часовому аспектах. Це означає, що загальну ефективність інвестиційного процесу можна визначити як суму *NPV* проектів, які беруть у ньому участь, на чому, зокрема, наголошує й Д. М. Черваньов [9, с. 233]. Окрім цього, спрямованість інвестиційного процесу на досягнення генеральної мети підприємства задає певний горизонт планування. На нашу думку, показник ефективності

інвестиційного процесу загалом має відображати обидва вище зазначених аспекти, а саме: горизонт планування і неперервність у просторі та часі.

Науковці наводять низку аргументів щодо переваги використання критерію *NPV* над іншими критеріями при оцінюванні альтернативних проектів [1, 3, 6, 7]. На наш погляд, ці аргументи цілком слушні для вирішення питання вибору критерію ефективності інвестиційного процесу як єдиного цілого (сукупності проектів). По-перше, *NPV* дає ймовірну оцінку приросту вартості організації у результаті реалізації інвестиційного процесу (тобто реалізації різних проектів); по-друге, він відповідає головній меті управлінського персоналу, яка полягає у нарощуванні економічного потенціалу підприємства, власне, ринковій оцінці капіталу (максимізації добробуту власників).

Щодо прийняття рішень за проектами на практиці рекомендація про переважання критерію *NPV* не домінує. Так, згідно з результатами досліджень Ю. Бріггема і Л. Гапенски [2] менеджери американських компаній віддають перевагу критерію внутрішньої норми дохідності (*Internal Rate of Return, IRR*) порівняно з критерієм *NPV* у співвідношенні 3 : 1. Науковці висловлюють також припущення, що пояснює цю ситуацію: рішення у сфері інвестицій легше приймати, ґрунтуючись на відносних, а не на абсолютних показниках.

На нашу думку, це буде слушним при прийнятті рішень за окремими проектами. Однак якщо йдеться про ефективність інвестиційного процесу як цілого, то зазначений показник має суттєвий недолік, оскільки він не володіє властивістю адитивності: $IRR_{\text{проекту } A} + IRR_{\text{проекту } B} \neq IRR_{\text{проектів } A \text{ і } B}$. Окрім цього, не слід відкидати ситуацію, за якої *IRR* нема з чим порівнювати. Це може бути тоді, коли відсутні підстави для використання в аналізі постійної ціни капіталу. Що стосується окремого проекту, то якщо джерело його фінансування – банківська позичка з фіксованою відсотковою ставкою, то ціна капіталу не змінюється. Проте здебільшого проект, а до того ж інвестиційний процес як сукупність проектів фінансується з різних джерел, тому для оцінювання використовують середньозважену ціну капіталу підприємства, значення якої може змінюватися залежно від загальноекономічної ситуації, поточних прибутків і т. ін. Однак, ми не відкидаємо можливості і доцільності використання *IRR* при формуванні інвестиційного процесу підприємства. Головним критерієм оцінювання ефективності інвестиційного процесу залишається сумарний *NPV* проектів, а *IRR* проектів слід застосовувати при їх ранжируванні з метою відбору.

Як відносний показник при формуванні ефективного інвестиційного процесу можна використати індекс дохідності (прибутковості) (*Profitability Index, PI*).

Таким чином, базовими ключовими критеріями при оцінюванні прогнозованої ефективності інвестиційного процесу можуть бути чистий дисконтований дохід й(чи) індекс дохідності. Враховуючи сучасні розробки при прийнятті інвестиційних рішень слід розраховувати й ризик відхилення цих показників.

Зауважимо, що поряд з вказаними ключовими для підприємства прогнозними показниками ефективності інвестиційного процесу можна визначати й супутні показники, такі як, наприклад, приріст робочих місць, приріст бюджетних відрахувань, приріст випуску продукції й ін., які можуть представляти інтерес для регіональних органів тощо.

Поряд з прогнозованою значний інтерес представляє розрахунок фактичної ефективності інвестиційного процесу. Зупинимось на цьому детальніше.

Зазначимо, що нові підходи до оцінювання ефективності інвестицій і за традиційними, і за новими динамічними показниками (що враховують фактор часу), такими як: чистий дисконтований дохід, індекс дохідності, внутрішня норма дохідності, дисконтований термін окупності, базуються на врахуванні грошових потоків від проектів. Як показав аналіз наукової літератури, зазначені методи використовують на етапі передінвестиційних досліджень, тобто для прогнозного оцінювання ефективності інвестицій. З'ясуємо, як можна за даними бухгалтерської звітності оцінити фактичну ефективність інвестиційних проектів і інвестиційного процесу підприємства загалом.

Аналіз показав, що на практиці за даними звітності підприємства практично неможливо відокремити фактичні грошові потоки, які генерують різні проекти. Так, будь-яке підприємство одночасно може здійснювати реалізацію кількох проектів: споруджувати будівлі, купувати устаткування і нематеріальні активи, брати участь у короткотерміновому чи довготерміновому фінансовому інвестуванні. Всі ці проекти разом узяті утворюють інвестиційний портфель підприємства. Погоджуємося з Я. Д. Крупкою, який зазначає, що на практиці нема змоги організувати облік доходів (надходжень) за кожним проектом зокрема [4, с. 293]. Без особливих труднощів можна відстежити лише віддачу від конкретних фінансових інвестиційних проектів (отримані відсотки, дивіденди). Що стосується грошових потоків, які обраховують у другому розділі „Рух коштів у результаті інвестиційної діяльності” Звіту про рух

грошових коштів, то між ними і потоком грошових коштів окремих інвестиційних проектів нема зв'язку з деяких причин. По-перше, Звіт дає інформацію про рух коштів без виділення окремих проектів. По-друге, обчислення грошових надходжень здійснюють за різними методами. Якщо у другому розділі Звіту про рух грошових коштів надходження грошових коштів складаються з виручки від реалізації необоротних активів і фінансових інвестицій, а також отриманих дивідендів та відсотків, то по конкретному реальному проекту до грошових надходжень належить чистий прибуток і амортизація в результаті його експлуатації. По-третє, якщо припустити, що запроваджені в минулому інвестиційні проекти на даний час дають віддачу, то її буде зафіксовано у складі операційної діяльності (перший розділ Звіту про рух грошових коштів) у вигляді сумарного прибутку й амортизації.

Таким чином, можна зробити висновок, що для оцінювання фактичної ефективності окремих інвестиційних проектів чи інвестиційного процесу підприємства загалом інформація про рух грошових коштів в результаті інвестиційної діяльності з форми № 3 Звіту про рух грошових коштів не може бути підставою, оскільки доходи від швидше проведених інвестицій капітального характеру формуються в процесі операційної діяльності.

Отже, фактичну віддачу можна простежити для інвестиційного процесу підприємства загалом (без виділення окремих проектів), розраховуючи його грошовий потік як суму чистого прибутку підприємства й амортизації. Зауважимо, що якщо підприємство, яке вже функціонує кілька років і має достатню статистичну базу, починає реалізовувати один реальний інвестиційний проект, можна відстежити, який приріст виробництва, реалізації продукції, виручки, прибутку в результаті цього отримало підприємство. Тож пов'язати певні грошові потоки з даним проектом цілком можливо. Однак, щоб оцінка була достовірною, потрібно відстежити ситуацію, яка склалася би на підприємстві без проекту і з ним, а не до проекту та після нього. Зрозуміло, що таке оцінювання потребує навичок прикладного прогнозування, часу і фінансування таких досліджень.

З метою поліпшення управління ефективністю інвестиційного процесу підприємства загалом систематизуємо показники, за допомогою яких можна реально здійснити оцінювання фактичної ефективності інвестиційного процесу.

Оскільки підприємства харчової галузі відіграють вагому соціальну роль (забезпечення потреб населення в продуктах харчування, наповнення бюджету, створення робочих місць і т. ін.), то при визначенні ефективності інвестиційного процесу поряд з економічними слід розраховувати показники, які характеризували б і соціальний ефект.

Серед останніх розробок науковців щодо визначення фактичної ефективності інвестиційного процесу підприємства слід виділити працю Н. В. Петруні [8]. Автор пропонує використовувати у ролі річного ефекту: приріст виробництва валової продукції; приріст виручки; приріст валового прибутку; приріст чистого прибутку. Показники ефективності він радить розраховувати як відношення відповідного ефекту до приросту інвестицій за рік.

Безумовно, певний кореляційний зв'язок між інвестиціями визначеного року і приростом випуску продукції, виручки, прибутку є. Проте, на нашу думку, при оцінюванні ефективності інвестиційного процесу підприємства правильним буде в розрахунку брати у ролі віддачі не приріст прибутку, виручки і т. ін., а їх сумарні величини. Нашу позицію аргументуємо тим, що інвестиції цього року не обов'язково дають основну віддачу саме цього року. Найчастіше основну віддачу відповідно до життєвого циклу кожного інвестиційного проекту можна спостерігати у наступні роки. Отже, на наш погляд, недоцільно пов'язувати приріст прибутку, виручки і т. ін. певного року суто з приростом інвестицій цього року. Такі міркування логічно можна продовжити і для аргументації сум інвестицій, які доцільно використовувати при розрахунку ефективності. Оскільки цьогорічний прибуток зумовлений також інвестиціями попередніх років, то при розрахунку ефективності інвестиційного процесу слід брати до уваги сумарні інвестиції підприємства (про це свідчать кошти, вкладені в активи підприємства).

З огляду на проведені дослідження у групі показників фактичної ефективності пропонуємо виділити: а) показники поточної (річної) ефективності; б) показники ефективності за тривалий період (він охоплює термін понад один рік) (див.табл.1). За наведеними у табл. 1 визначеннями легко можна провести обчислення відповідних показників, тому формалізованого опису цих розрахунків (формул) ми наводити не будемо.

Показники поточної ефективності інвестиційного процесу дуже важливі. Зокрема, такі з них, як дохідність і рентабельність сукупних інвестицій, підприємство може використовувати для порівняння з іншими альтернативними сферами застосування з метою коригування власної стратегії.

Таблиця 1. Показники фактичної ефективності інвестиційного процесу

Показник	Позначення	Суть показника
Показники поточної ефективності (річної)		
1. Дохідність загальних інвестицій	D_I	Сума чистого прибутку й амортизації на 1 грн. загальних інвестицій, %
2. Рентабельність загальних інвестицій	P_I	Валовий (чистий) прибуток на 1 грн. загальних інвестицій, %
3. Коефіцієнт оборотності загальних інвестицій	O_I	Виручка від реалізації продукції на 1 грн. загальних інвестицій, грн.
4. Рентабельність власного капіталу	P_{BK}	Чистий прибуток на 1 грн. власного капіталу, %
5. Коефіцієнт капіталовіддачі загальних інвестицій	B_K	Випуск продукції на 1 грн. загальних інвестицій, грн.
Показники ефективності за тривалий період		
Показники економічної ефективності		
1. Коефіцієнт дохідності інвестицій за період	$D_{I\tau}$	Приріст за період чистого прибутку й амортизації (середньорічний приріст) на 1 грн. приросту інвестицій за період (середньорічного приросту інвестицій за період), грн.
2. Коефіцієнт прибутковості інвестицій за період	$P_{I\tau}$	Приріст за період чистого прибутку (середньорічний приріст чистого прибутку) на 1 грн. приросту інвестицій за період (середньорічного приросту інвестицій за період), грн.
3. Коефіцієнт оборотності інвестицій за період	$O_{I\tau}$	Приріст виручки за період на 1 грн. приросту інвестицій за період, грн.
4. Коефіцієнт капіталовіддачі інвестицій за період	$B_{K\tau}$	Приріст випуску продукції за період на 1 грн. приросту інвестицій за період, грн.
Показники соціальної ефективності		
5. Коефіцієнт приросту робочих місць	K_{PM}	Приріст робочих місць за період на 1 грн. приросту інвестицій за період, роб. місць.
6. Коефіцієнт приросту оплати праці	K_{OP}	Приріст оплати праці працівників на 1 грн. приросту інвестицій за період, грн.
7. Коефіцієнт приросту бюджетних відрахувань	K_{BV}	Приріст бюджетних відрахувань на 1 грн. приросту інвестицій за період, грн.

Показники ефективності за тривалий період рекомендуємо розраховувати, оскільки вони дають змогу врахувати певні недоліки аналогічних показників поточної ефективності, тобто згладжують те, що інвестиції цього року можуть давати більшу віддачу у наступних роках.

Крім того, щоб пов'язати такі соціальні показники, як приріст робочих місць, приріст оплати праці, приріст бюджетних відрахувань з динамікою інвестицій, доцільно, на нашу думку, розглядати період понад один рік. Мотивувати це можна тим, що, наприклад, якщо певну суму підприємство інвестує якогось року в будівництво чи обладнання, що потребує певного часу для монтажу, то не обов'язково вже цього року буде найнято додаткових робітників.

Для підприємств харчової промисловості рекомендуємо у розрахунках брати період тривалістю не менше 2 – 3 років, оскільки в середньому за такий проміжок часу окупуються інвестиції у цій галузі.

Показники ефективності інвестиційного процесу за тривалий період можна використовувати для порівняння підприємств при оцінюванні привабливості для інвесторів, вкладу підприємств у соціальну сферу області для їх ранжирування при наданні пільгового кредитування.

Зауважимо, що розглянуті показники ефективності за тривалий період можна розрахувати з урахуванням фактору часу, враховуючи фактичні інфляційні зміни як доходної, так і витратної частин.

IV. Висновки. Враховуючи те, що інвестиційний процес підприємства має працювати на досягнення генеральної мети організації, питання формування цього процесу з точки зору якнайповнішого досягнення мети, а отже, максимальної загальної ефективності має бути ключовим.

Базовими критеріями для отримання прогностичної оцінки ефективності інвестиційного процесу підприємства загалом можуть бути чистий дисконтований дохід й індекс доходності (прибутковості). Доведено, що при оцінюванні фактичної ефективності інвестиційного процесу слід враховувати, що приріст випуску продукції, прибутку і т. ін. підприємства може спричинюватись не лише інвестиціями визначеного року, а й попередніх років. Тому, щоб коректно провести оцінювання, слід у розрахунках поточної (річної) ефективності брати дані про загальні інвестиції підприємства в активи і сумарні величини випуску, прибутку і т. ін. Щоб оцінити віддачу суто інвестицій останніх років, потрібно розглядати період більше одного

року. Тоді певною мірою правомірним буде пов'язувати (починаючи з базового року) приріст прибутку і т. ін. з цими інвестиціями. Дослідження можливостей оцінювання за даними підприємства фактичної ефективності інвестиційного процесу дало змогу обґрунтувати систему показників, яка включає: а) показники поточної (річної) ефективності інвестиційного процесу; б) показники ефективності за тривалий період (що охоплює термін понад один рік), до котрих рекомендовано включати також групу показників, що вимірюють соціальний ефект інвестиційного процесу.

Окреслено напрямки використання зазначених показників підприємствами, зовнішніми інвесторами, регіональними органами.

Подальші дослідження – практичні аспекти використання системи оціночних індикаторів ефективності інвестиційного процесу підприємства.

Література:

1. Бочаров В. В. Инвестиционный менеджмент.– СПб.: Питер, 2000. – 160 с.
2. Бригхем Ю., Гаспенски Л. Финансовый менеджмент: Полный курс. В 2х Т. 1, 2 – СПб.: Экономич. школа, 1997. – 497 с., 668 с.
3. Гойко А. Ф. Методи оцінки ефективності інвестицій та пріоритетні напрями їх реалізації. – К.: ВІРА-Р, 1999. – 320 с.
4. Крупка Я. Д. Прогресивні методи оцінки та обліку інвестиційних ресурсів. – Тернопіль: Екон. думка, 2000. – 354 с.
5. Куц Л.Л. Проблеми оцінки ефективності інвестиційного процесу в перехідний період // Вісник Львівської комерційної академії: Серія економічна. – 2004.– Вип. 15. – С.225–230.
6. Норткотт Д. Принятие инвестиционных решений: Пер. с англ. /Под ред. А. Н. Шохина. – М.:Банки и биржи; ЮНИТИ, 1997. – 247 с.
7. Нікбахт Л., Гропеллі А. Фінанси./ Пер. з англ. В. Ф. Овсієнка та В. Я. Мусієнка, – К.: Основи, 1993. – 383 с.
8. Петруня Н. В. Ефективність інвестування виноробних підприємств: Автореф. дис.канд. екон. наук. – Миколаїв, 2003. – 20 с.
9. Черваньов Д. М. Менеджмент інвестиційної діяльності підприємств: Навч. пос. – К.: Знання-Прес, 2003. – 622 с.