

ОЦІНКА ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ І ВИЗНАЧЕННЯ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА: ВЗАЄМОЗВ'ЯЗОК У ФІНАНСОВОМУ КОНТРОЛІНГІ

У статті розкрито проблеми розмежування сутності фінансового контролінгу на фінансування та інвестування. Проаналізовано роль фінансового контролінгу в оцінці вартості бізнесу та доведено залежність вартості підприємства від результатів оцінки окремих інвестиційних проектів.

Ключові слова: фінансовий контролінг, фінансування, інвестування, оцінка інвестиційних проектів, оцінка вартості бізнесу.

Постановка проблеми

Світова фінансова криза 2008–2009 рр. поставила велику кількість підприємств на шлях реструктуризації (злиття/поглинання, перепродажу або ж санації). Відповідно, було переглянуто багато інвестиційних рішень, зупинено чимало проектів (яскраві приклади – будівництво, металургія, машинобудування). Питання оцінки вартості підприємства стало першочерговим. Незважаючи на те, що в економічній науці оцінку бізнесу розкрито широко, вплив на неї з боку окремих інвестиційних проектів залишається малодослідженим, а питання їх взаємодії – відкритими.

Аналіз останніх досліджень і публікацій

Загалом оцінці вартості підприємства присвячені праці Ф. Модільяні, А. Раппапорта, М. Міллера, Е. Фама, У. Шарпа, Б. Стюарта, Д. Янга, С. Вівера та інших. Про оцінку інвестиційних проектів йдеться у публікаціях таких науковців І. Є. Давидовича, М. Колісника, Р. Х. Гарісона, Е. В. Ноерена і П. Ц. Брувера, М. Гупти та М. Новака.

Постановка завдання

Мета нашого дослідження – встановити зв'язок між оцінкою окремих інвестиційних проектів і визначенням вартості бізнесу. Щоб її досягти, буде вирішено такі завдання:

- розмежування сутності фінансового контролінгу за функціональною ознакою на фінансування та інвестування;
- відображення залежності оцінки окремих інвестиційних проектів у фінансовому контролінзі від визначення вартості бізнесу.

Виклад основного матеріалу

Розглядаючи вплив окремих інвестиційних проектів на збільшення вартості підприємства крізь призму фінансового контролінгу, вважаємо за доцільне нагадати, що фінансовий контролінг є підсистемою, спрямованою на підвищення інвестиційної привабливості компанії. Проаналізувавши праці українських [4; 9; 10] та іноземних учених [13; 14] із питань фінансового контролінгу, ми дійшли висновку, що сутність фінансового контролінгу можна умовно поділити на два блоки – фінансування та інвестування, які водночас відповідатимуть оперативним і стратегічним завданням фінансового контролінгу (табл. 1).

Таблиця 1. Завдання фінансового контролінгу залежно від видів цієї підсистеми управління (часовий поділ)

Вид фінансового контролінгу	Завдання	Сутність фінансового контролінгу
Оперативний	Планування й оцінка середньо- та короткострокових цілей і виявлення ризиків	Фінансування
Стратегічний	Планування й оцінка довгострокових цілей і стратегій на основі фінансових показників, оцінка інвестиційних проектів, збільшення вартості підприємства тощо	Інвестування

Традиційно фінансування асоціюють із державним вкладенням коштів. Взагалі термін сприймають як пережиток радянської школи економіки. У сучасній економічній літературі питання забезпечення діяльності суб'єктів господарювання швидше позначено терміном «грошові потоки» (*Cash Flow*), аніж «фінансування».

Проте, відповідно до визначення, поданого в Електронній енциклопедії економіста [12], грошовий потік – це надходження або витрати, які виникають під час фінансової або інвестиційної діяльності підприємства і змінюють баланс його розрахункового рахунку протягом певного періоду. Тобто бачимо, що показник *Cash Flow* поєднує в собі як інвестиційний, так і фінансовий аспекти функціонування компаній і призводить до підміни понять, а тому необхідно проаналізувати суть фінансування й інвестування у фінансовому контролінзі, продемонструвати їх безпосередній зв'язок з оцінкою окремих інвестиційних альтернатив та визначенням вартості бізнесу.

Отже, під фінансуванням розуміють отримання суб'єктом господарювання необхідних грошових фондів для здійснення господарської діяльності, безповоротне надання коштів на розвиток народного господарства, соціально-культурні заходи, оборону тощо; або ж процес надання коштів для проведення бізнес-процесів та операцій, закупівлі ресурсів й інвестування [3]. Фінансування визначають також як вкладення коштів для підвищення власного і позикового капіталу задля підтримки поточної господарської діяльності та здійснення інвестицій. У більш широкому сенсі це контроль за спектром усіх платежів заради уникнення неліквідності (неплатоспроможності) [15].

Вважаємо, що кожне з наведених визначень правдиве, але занадто загальне, тому уточнимо, що у фінансовому контролінзі під фінансуванням варто розуміти короткострокове вкладення коштів у проекти, пов'язані з оперативною діяльністю компаній, максимізацією прибутку і забезпеченням поточного функціонування бізнесу. В аспекті ж оцінки інвестиційних проектів та оцінки вартості бізнесу фінансування варто розглядати лише як історичний фактор, тобто з позиції попередньої та теперішньої діяльності підприємства, яка впливає на організаційний етап аналізу інвестиційних альтернатив (наприклад, на вибір моделі оцінки, спираючись на попередній досвід, тощо).

Окрім фінансування, неодмінною частиною діяльності компанії є інвестування. Загалом під інвестуванням розуміють відмову від певної цінності в конкретний момент на користь (імовірної, невизначеної) цінності в майбутньому [11], а також усі види майнових та інтелектуальних цінностей, які вкладають в об'єкти підприємницької й інших видів діяльності, у результаті якої одержують прибуток (дохід) чи досягають соціального ефекту [1]. Інвестування – це вкладення капіталу в усіх його формах у різні об'єкти (інструменти) господарської діяльності підприємства задля отримання прибутку, а також досягнення

іншого економічного чи неекономічного ефекту, що ґрунтується на ринкових принципах і залежить від факторів часу, ризику та ліквідності [2].

Цікавим є те, що жодне із проаналізованих визначень не розкриває інвестування як процес, який у тісній взаємодії з фінансуванням та оцінкою ризику забезпечує підготовку управлінських рішень. Тому зазначимо, що у фінансовому контролінзі інвестування доцільно розглядати як вкладання коштів у довгострокові проекти, що прямо пов'язані зі стратегічними завданнями компанії й безпосередньо впливають на збільшення вартості бізнесу.

Фактично інвестиційна сутність фінансового контролінгу і є тією нішею, у якій відбувається оцінка інвестиційних проектів та на базі якої визначається вартість підприємства. У цілому збільшення вартості підприємства – головна мета компанії. Визначення вартості бізнесу – необхідний крок у процесі реорганізації підприємства, а тому правильне її визначення – ключове завдання фінансового контролінгу.

Комплексна оцінка вартості бізнесу передбачає, окрім фінансового, також економічний аналіз, вивчення податкової позиції підприємства, юридичних аспектів його діяльності, забезпечення трудовими й іншими ресурсами. Загалом до технологій визначення вартості компанії належить метод фінансового контролінгу *Due Diligence*, який ми описали у статті «Роль сучасних автоматизованих методів фінансового контролінгу в підвищенні конкурентоздатності підприємств» та монографії «Фінансовий контролінг: методи та інформаційні технології» [4; 6, с. 271–277]. Мета *Due Diligence* – оцінка вартості компанії завдяки вивченню її активів і зобов'язань, аналізу доходів та витрат, грошових потоків, рентабельності, ліквідності, платоспроможності, оцінці системи фінансового управління підприємством.

Оскільки оцінка – досить трудомісткий і тривалий процес, її проведення за допомогою методу *Due Diligence* не набуло широкого застосування у вітчизняних компаніях. Здебільшого її використовують зовнішні оцінювачі, тоді як внутрішні користувачі послуговуються методами, що прямо пов'язані з оцінкою інвестиційних проектів, наприклад EVA, DCF та ROT.

Найбільш уживаним під час оцінки вартості підприємства є метод доданої економічної вартості EVA (*Economic Value Added*). Він – індикатор стратегічних інвестиційних рішень: постійна додана величина цього показника свідчить про зростання вартості компанії, а від'ємна – про її зменшення. Названий метод поєднує в собі як фінансову, так й інвестиційну складові фінансового контролінгу. За допомогою рисунка 1 відобразимо цей зв'язок.

EVA – чи не єдиний метод, який безпосередньо залучає оперативний і стратегічний фінансовий контролінг у процес оцінки вартості підприємства. Інші ж головним чином використовують оперативну складову для технічного вибору інструментів проведення оцінки та відбору даних, а стратегічну – уже для самого аналізу. До них належать методи дисконтованих грошових потоків (DCF) і метод реальних опціонів (ROT).

Позитивні та негативні аспекти застосування цих методів під час оцінки інвестиційних проектів ми вже проаналізували в попередній статті [5, с. 22–26]. Цікаво, що в посібнику «Оцінка бізнесу» за редакцією А. Г. Грязнової [7] та у монографії «Теорія та практика венчурного фінансування» проф. О. М. Петрука та С. З. Мошенського [8] метод дисконтованих грошових потоків (DCF) виділено як один із ключових.

Більше того, проф. О. М. Петрук і С. З. Мошенський [8, с. 122–123] подають такий перелік моделей оцінки вартості бізнесу, виокремлюючи серед них ще й метод реальних опціонів:

– договірний метод (під яким автори розуміють визначення вартості підприємства на основі суб'єктивної думки засновників та інвесторів);

- венчурний метод, за яким продажну вартість прогнозують на «вході» та дисконтують за спеціальною ставкою 35–40 % річних;
- метод порівняльних оцінок, за яким використовують коефіцієнти відношення вартості до операційних показників діяльності;
- метод реальних опціонів (ROT), за яким ураховують можливість припинення фінансування невдалого інвестиційного проекту після вже здійснених початкових етапів;
- метод дисконтованих грошових потоків, за яким застосовують дисконтування вартості за формулою складних відсотків.

Тобто доходимо висновку, що, втілюючи різні ініціативи та реалізуючи окремі інвестиційні проекти, підприємство розраховує на отримання певного рівня доходу, а тому дані, одержані в результаті застосування методів DCF та ROT, є тими кількісними показниками, на які за «інших усіх рівних умов» компанія може збільшити свою вартість. Фактично відобразити зв'язок оцінки вартості окремих інвестиційних проектів та вартості підприємства можна за допомогою схеми (див. рис. 2).

Незважаючи на те, що з першого погляду перебіг реалізації окремого інвестиційного проекту не має безпосереднього відношення та впливу на вартість бізнесу, в умовах реструктуризації

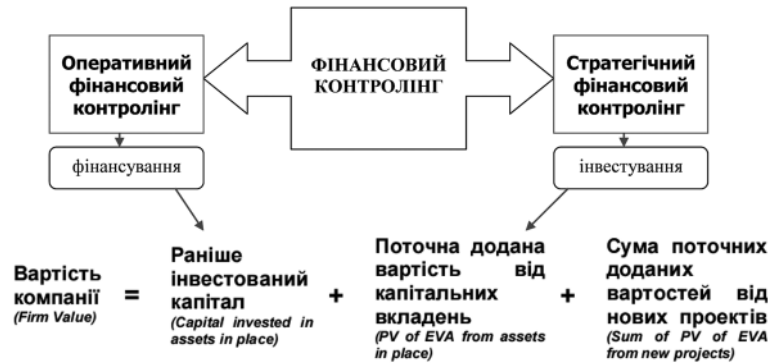


Рис. 1. Зв'язок фінансового контролінгу і збільшення вартості бізнесу

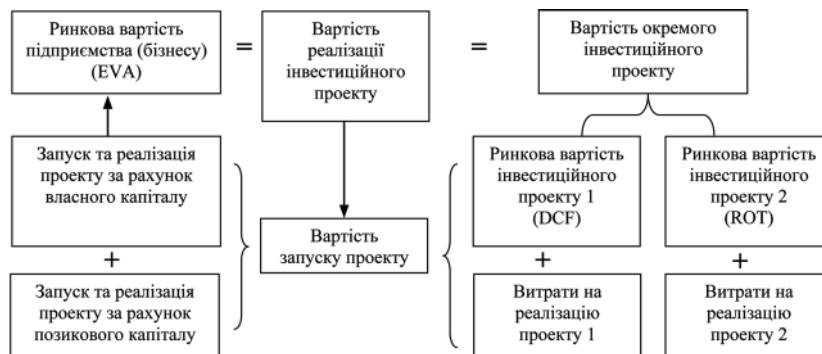


Рис. 2. Вплив оцінки окремих інвестиційних проектів на збільшення вартості підприємства в рамках фінансового контролінгу

само врахування вартості інвестиційних проєктів може суттєво пришвидшити процес аналізу та оцінки вартості підприємства.

Аналізуючи за допомогою схеми, як саме ринкова вартість інвестиційного проєкту, ціна його запуску та проведення впливає на визначення вартості бізнесу, доводимо, що оцінка окремих інвестиційних альтернатив і оцінка вартості компанії тісно пов'язані між собою, а тому такої залежності не можна ігнорувати.

Висновки і перспективи подальших досліджень

Зважаючи на те, що в умовах реструктуризації оцінка вартості підприємства – одне з найважливіших питань, задля правильного та об'єктивного її аналізу оцінка повинна поєднувати в собі як аналіз вартості на основі показника доданої економічної вартості, так і оцінку окремих

інвестиційних проєктів. Це дасть змогу оптимізувати процес оцінки та більш повно проаналізувати ефективність функціонування бізнесу.

Підсумовуючи, зауважимо, що розмежування сутності фінансового контролінгу на фінансову та інвестиційну складові дасть можливість уникнути непорозумінь щодо головних його понять і завдань у процесі оцінки інвестиційних проєктів, а під час визначення вартості бізнесу – продемонструвати, як саме оцінка окремих інвестиційних альтернатив впливає на весь цей процес.

Відповідно, подальші дослідження будуть присвячені кількісному аналізу впливу окремих інвестиційних проєктів як на процес прийняття управлінських рішень, так і на діяльність підприємства загалом, а також розробці методичних рекомендацій щодо врахування оцінки інвестиційних альтернатив у фінансовому контролінзі у процесі визначення вартості бізнесу.

1. Закон України «Про інвестиційну діяльність»: за станом на 18.09.1991 / Верховна Рада України. – Режим доступу : <http://www.rada.gov.ua>.
2. Бланк І. А. Управление инвестициями предприятия / И. А. Бланк. – К. : Наука-Центр, Эльга, 2003. – 480 с. – (Энциклопедия финансового менеджера. Вып. 3).
3. Генеза ринкової економіки (політекономія, мікроекономіка, макроекономіка, економічний аналіз, економіка підприємства, менеджмент, маркетинг, фінанси, банки, інвестиції, біржова діяльність): Терміни, поняття, персоналії: словнико-довідник / [ред.-уклад. Г. І. Башнянин, В. С. Іфтемичук]. – К. : Магнолія плюс, 2004. – 680 с.
4. Івахненко С. В. Фінансовий контролінг: методи та інформаційні технології / С. В. Івахненко, О. В. Мелих. – К. : Знання, 2009. – 319 с.
5. Мелих О. В. Проблеми оцінки інвестиційних проєктів у фінансовому контролінзі / О. В. Мелих // Науковий вісник Буковинської державної фінансової академії: зб. наук. пр. / наук. ред. В. В. Прядко. – Вип. 4 (17): Економічні науки. – Чернівці: Технодрук, 2009. – С. 22–26.
6. Мелих О. В. Роль сучасних автоматизованих методів фінансового контролінгу в підвищенні конкурентоздатності підприємств / О. В. Мелих // Вісник Національного університету «Львівська політехніка», «Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку». – 2009. – № 657. – С. 271–277.
7. Оценка бизнеса: учебник / под ред. А. Г. Грязновой, М. А. Федотовой. – М. : Финансы и статистика, 2001. – 512 с.
8. Петрук О. М. Теорія та практика венчурного фінансування / О. М. Петрук, С. З. Мошенський. – Житомир: ЖДТУ; Рута, 2008. – 248 с.
9. Пушкар М. С. Контролінг – інформаційна підсистема стратегічного менеджменту: монографія / М. С. Пушкар, Р. М. Пушкар. – Тернопіль: Карт-Бланш, 2004. – 370 с.
10. Терещенко О. О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: навч. посіб. / О. О. Терещенко. – К. : КНЕУ, 2003. – 554 с.
11. Шарп У. Инвестиции / У. Шарп; [пер. с англ. Г. Александер, Дж. Бэйли]. – М. : ИНФРА-М, 2001. – XII, 1028 с.
12. Investopedia: електронна енциклопедія економіста: [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.investopedia.com/terms/f/financing.asp>. – Назва з екрана.
13. Horvath P. Controlling / P. Horvath. – München: Vahlen, 1979. – S. 27.
14. Reichmann T. Controlling concepts of management control, controllership & ratios / Thomas Reichmann. – Berlin; Heidelberg; New York; Barcelona; Budapest; Hong Kong; London; Milan; Paris; Santa Clara; Singapore; Tokyo: Springer, 1997.
15. Wirtschaftslexikon24.net: німецький словник економічних термінів. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.wirtschaftslexikon24.net/d/finanzierung/finanzierung.htm>. – Назва з екрана.

O. Melykh

INVESTMENT PROJECT EVALUATION AND ESTIMATION OF COMPANY'S VALUE: RELATION IN FINANCIAL CONTROLLING

The main problem discussed in the article is devoted to the relation between investment project evaluation and company's value estimation. Differentiated of financing and investing as the essences of financial controlling. Analyzed the role financial controlling plays in a connection between investment project evaluation and estimation of company's value.

Keywords: financial controlling, financing, investing, investment project evaluation, estimation of company's value.