

ФІНАНСИ, ГРОШОВИЙ ОБІГ І КРЕДИТ

УДК: 330.142.2

М. Ю. Алаторських,

аспірант,
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

УДОСКОНАЛЕННЯ ПРОЦЕДУР ОЦІНКИ ЕФЕКТИВНОСТІ ЗДІЙСНЕНИХ ПРЯМИХ ІНВЕСТИЦІЙ

АНОТАЦІЯ. У статті обґрунтовано необхідність здійснення прямого іноземного інвестування транснаціональними корпораціями, удосконалення процедур прийняття управлінських рішень про пряме іноземне інвестування, придатних для практичного застосування в сучасних умовах.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: прямі інвестиції, капітал підприємства, фінансовий ринок, вартість капіталу.

АННОТАЦИЯ. В статье обосновывается необходимость осуществления прямого иностранного инвестирования транснациональными корпорациями, усовершенствование процедур принятия управленческих решений о прямом иностранном инвестировании, пригодных для практического применения в современных условиях.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: прямые инвестиции, капитал предприятия, финансовый рынок, стоимость капитала.

ANNOTATION. In the article the necessity of realization of the direct foreign investing is grounded by multinational corporations, improvement of procedures of acceptance of administrative decisions about the direct foreign investing, suitable for practical application in modern terms.

KEYWORDS: direct investments, capital of enterprise, financial market, cost of capital.

Постановка проблеми. Рушійною силою глобалізації і розвитку світового господарства й посилення інтеграційних тенденцій стало становлення і розвиток транснаціональних корпорацій (ТНК). Головна особливість ТНК — створення зарубіжних філій шляхом прямих іноземних інвестицій. У результаті перенесення значної частини виробництва за кордон, створення там великої кількості філіалів, інтегрованих в єдину мережу виробництва товарів і послуг, дає змогу ТНК використовувати ресурси і конкурентні переваги багатьох країн. Так, виступаючи у ролі прямого

інвестора, вони формують світовий інвестиційний ринок. Сьогодні у світовій економіці жоден значний процес не відбувається без участі ТНК.

Процес транснаціоналізації, що характеризується посиленням взаємозв'язку і взаємозалежності основних сфер, елементів, суб'єктів світової економічної системи в результаті глобальних операцій транснаціональних корпорацій сьогодні досяг планетарних масштабів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. В останні роки в Україні з'явилась значна кількість літератури з питань фінансових стратегій ТНК, фінансового менеджменту в ТНК, інвестиційної поведінки ТНК у глобальному середовищі. Вагомий внесок у розробку цих проблем зробили наступні вітчизняні вчені: Д. Г. Лук'яненко, Ю. Ф. Макогон, О. М. Мозговий, Є. Г. Панченко, Ю. М. Плотніков О. В., Руденко Л. В., Луцишин З. О., Якубовський С. О., Козак Ю. Г., Пахомов, А. М. Поручник, О. І. Рогач, В. М. Суторміна, А. С. Філіпенко та ін. Серед робіт російських економістів на увагу заслуговують роботи М. М. Богуславського, Д. І. Баркана, В. П. Караваєва, В. В. Круглова, А. І. Майзеля, С. Е. Пивоварова, Л. С. Тарасевича. Найавторитетнішими західними дослідниками в сфері фінансових стратегій ТНК і процесів міжнародного інвестування є Р. Вернон, Дж. Даннінг, Д. Ейтман, М. Кессон, Г. Марковіц, Ф. Моділіані, М. Міллер, М. Портер, А. Рагман, Дж. Сорос, А. Стоунхіл, А. Фрідман, У. Шарп.

Невирішені раніше частини загальної проблеми. Визначається передусім з необхідності розуміння сучасних світогосподарських процесів і ролі прямого іноземного інвестування ТНК у своєму розвитку, а також у дослідженні процедур прийняття управлінських рішень про ПІІ, особливостей управління фінансами транснаціональних корпорацій у сучасних умовах розвитку.

Метою є обґрунтування необхідності здійснення прямого іноземного інвестування транснаціональними корпораціями, удосконалення процедур прийняття управлінських рішень про ПІІ, придатних для практичного застосування в сучасних умовах.

Виклад основного матеріалу. Прийняття багатьох рішень у фінансовому менеджменті (прийняття рішень про інвестування, формування політики фінансування оборотних активів, рішення про використання лізингу, планування операційного прибутку підприємства та ін.) базується на аналізі ціни капіталу фірми.

Ціна капіталу підприємства складається під впливом багатьох факторів, головними з яких є:

4 Обчислюється середньозважена ціна інвестованого капіталу.

5 Визначається «точка нульового прибутку», тобто момент, у якому відбудеться виснаження дешевих джерел фінансування і фірма буде змушена використовувати дорожчі джерела.

6 Розраховується гранична ціна капіталу.

7 Розробляються заходи щодо оптимізації структури капіталу і формуванню його цільової структури.

Таким чином, для визначення ціни капіталу найважливішими є наступні його джерела:

— власні джерела — звичайні і привілейовані акції, нерозподілений прибуток;

— позикові засоби — позички банків (довгострокові і короткострокові), облігаційні позики.

Важливим моментом при визначенні ціни капіталу фірми є питання, на якій базі слід робити всі розрахунки — доподатковій або післяподатковій. Метою управління підприємством є максимізація чистого прибутку, тому при аналізі доводиться враховувати вплив податків [7].

Не менш важливо, яку ціну джерела фінансування слід брати до уваги — історичну (на момент залучення джерела) чи нову (маржинальну, що характеризує граничні витрати на залучення нових джерел фінансування). Очевидно, що тільки маржинальні витрати можуть дати реальну оцінку перспективних витрат підприємства, що необхідні для складання його інвестиційного бюджету.

Фінансовий ринок формує ринкові ціни капіталу, який залучений із різних джерел. Завдання фінансового менеджера — забезпечити зменшення вартості капіталу для фірми, вибираючи вигідні варіанти його залучення.

Існує кілька способів розрахунку вартості капіталу, який підприємство може залучати різними шляхами: за рахунок випуску звичайних і привілейованих акцій; нерозподіленого прибутку; випуску облігацій; отримання банківських кредитів[3].

З усіх видів джерел складнішим є визначення ціни власного капіталу.

Ціну акціонерного капіталу, що представлений звичайними акціями, не можливо визначити точно, тому що розмір дивідендів по них завчасно не відомий і залежить від результатів роботи підприємства. Вартість цього джерела приймається рівній необхідній нормі прибутку інвестора на звичайну акцію. Для розрахунку звичайно використовують чотири моделі:

— модель оцінки прибутковості фінансових активів (CAPM);

— модель прогнозованого росту дивідендів (модель Гордона);

- модель прибутку на акцію;
- модель премії за ризик [10].

Усі вони можуть мати помилки та неточності в розрахунку показників, тому жоден з них не можливо виділити в якості кращого. На практиці рекомендується застосовувати всі методи одночасно, а потім вибрати найбільш достовірний. Якщо результати їхнього застосування дуже різняться, необхідно провести додатковий аналіз.

Модель оцінки прибутковості фінансових активів (CAPM) найпоширеніша в умовах стабільної ринкової економіки при наявності досить багатьох даних, що характеризують прибутковість роботи фірми [2, 4—6, 9]. Дана модель припускає, що ціна власного капіталу (C_e) дорівнює безризиковій прибутковості плюс премія за ризик:

$$C_e = CRF + (CM - CRF), \quad (1)$$

де CRF — безризикова прибутковість;

CM — необхідна прибутковість портфелю, або очікуваний ринковий дохід;

β — фактор ризику.

Модель використовує показник ризику (β) конкретної фірми. β — коефіцієнт є показником систематичного (або недиверсифікованого) ризику. Він відображає рівень змінності конкретного цінного паперу відносно усередненого і є критерієм доходу на акцію у порівнянні із середнім доходом на ринку цінних паперів. Найдоцільніший спосіб визначення β — використання даних минулих років. У розвинутих країнах для орієнтації потенційних інвесторів друкують довідники, що містять показник β для більшості великих фірм.

При $\beta = 0$ активи компанії зовсім безризикові (наприклад, для казначейських облігацій США з терміном погашення 20 років).

При $\beta < 1$ — акції даної компанії характеризуються як захищені і менш ризиковані, чим у середньому на ринку.

При $\beta = 1$ — акції компанії мають середній рівень ризику, що склався на ринку в цілому.

При $\beta > 1$ — акції даної компанії є ризикованими.

Таким чином, збільшення β — коефіцієнта в динаміці означає, що вкладення в цінні папери компанії ризиковано.

Різниця між необхідною прибутковістю портфеля і безризиковою прибутковістю є премія за ризик ($CM - CRF$). Добуток β —

коефіцієнта на ринкову премію за ризик є премія за ризик володіння конкретною акцією.

Модель прогнозованого росту дивідендів (модель Гордона) застосовується до тих компаній, величина приросту дивідендів (g) яких постійна. Якщо цього не спостерігається, то модель не використовується. Відповідно до цієї моделі вартість власного капіталу (від звичайних акцій, які випущені раніше) (C_e) розраховується за формулою:

$$C_e = \frac{D_1}{P} + g, \quad (2)$$

де D_1 — очікувані дивіденди наступного періоду;

P — ринкова вартість акції.

Якщо фірма хоче залучити капітал за рахунок додаткової емісії акцій, то вартість акціонерного (власного) капіталу (C_e (доп)) за рахунок нового випуску звичайних акцій складе:

$$C_{e\text{ (доп)}} = \frac{D_1}{P \cdot (1 - F)} + g, \quad (3)$$

де F — витрати на випуск і розміщення нових акцій, % (буде перевищувати вартість функціонуючих акцій, а також вартість і нерозподіленого прибутку, оскільки виникають витрати на їх випуск та розміщення).

За даними американських дослідників, середні витрати на випуск і розміщення великих партій звичайних акцій (на суму більш 50 млн дол.) складають близько 4 %, а невеликих партій (менш 1 млн дол.) — близько 21 %. Тому для невеликих фірм додатковий випуск акцій може бути занадто дорогим джерелом фінансування.

Модель прибутку на акцію базується на показнику прибутку на акцію, а не на величині дивідендів. Багато інвесторів вважають, що саме показник прибутку на акцію відображає реальний дохід, що отримується акціонерами, незалежно від того, чи виплачується він у вигляді дивідендів, чи реінвестується для одержання прибутку в майбутньому. Відповідно до даної моделі вартість власного капіталу (C_e) визначається:

$$C_e = \frac{\Pi}{P}, \quad (4)$$

де Π — величина прибутку на одну акцію;

P — ринкова вартість акції.

Модель премії за ризик. Дана модель займає особливе місце, тому що носить договірний характер. Договір складається між компанією і потенційним інвестором про те, якою повинна бути премія за ризик вкладення капіталу. В даному випадку вартість власного капіталу (C_e) визначається за формулою:

$$C_e = C_n + RF, \quad (5)$$

де C_n — рівень віддачі на вкладений капітал;

RF — премія за ризик.

Вартість нерозподіленого прибутку приймається рівний C_e , тому що якби цей прибуток був не залишений у фірмі для реінвестування, а виплачений у вигляді дивидендів, то акціонери могли б інвестувати їх в інші акції, облігації та активи. Отже, використовуючи нерозподілений прибуток, підприємство повинне заробити дохід, що забезпечує ставку доходу не нижче C_e . Можна сказати, що ціна нерозподіленого прибутку визначається тими ж методами, що і ціна звичайних акцій.

Модель визначення вартості капіталу від випуску привілейованих акцій (C_p). Дана модель є простою, оскільки дохід за привілейованими акціями встановлюється фіксований (як по облігаціях) і понад цієї суми нічого не виплачується. Тому прибутковість за цими акціями розраховується за формулою:

$$C_p = \frac{D}{P_p}, \quad (6)$$

де D — фіксована сума дивідендів на привілейовану акцію;

P_p — ринкова ціна привілейованої акції (без витрат на розміщення).

Для тих, що раніше випущені привілейовані акції, витрати на випуск не враховуються.

Як і у випадку зі звичайними акціями, витрати на випуск нових привілейованих акцій ($C_p(\text{новий})$) підвищують їхню вартість. Цю оцінку можна зробити за формулою (6), за умови, що $g = 0$, тому що привілейовані акції звичайно не мають росту:

$$C_{p(\text{нов.})} = \frac{D}{P_p(1 - F)}, \quad (7)$$

де F — витрати на випуск привілейованих акцій.

Основними елементами позикового капіталу підприємства є банківські позички і випущені їх облігації.

Ціна позикового капіталу залежить від багатьох факторів: виду використовуваних процентних ставок (фіксованої, або що плаває), розробленої схеми нарахування відсотків або погашення довгострокової заборгованості і т. д.

При визначенні ціни отриманої позики необхідно враховувати податкову економію. Відсотки за кредит відносяться на собівартість, тому не обкладаються податком на прибуток. З цієї причини ціна позички банку (Cd) буде меншою, ніж відсоток за кредит ($СП$). Вартість капіталу, отриманого за рахунок кредитів, буде дорівнювати:

$$Cd = СП (1 - Ko), \quad (8)$$

де Ko — ставка податку на прибуток, у частках одиниці.

Ціна такого джерела фінансування як облігації, що випущені емітентом, приблизно дорівнює величині відсотків, що сплачуються власникам облігацій. Однак при цьому необхідно враховувати різницю між номінальною вартістю облігації і ціною її реалізації. Сума, яка отримана емітентом при розміщенні облігаційної позики, як правило, нижче самої позики, тому що пов'язана з витратами по емісії і розміщенню цінних паперів. Визначається вартість облігаційної позики таким чином:

$$Cd = \frac{INT + (M - Vm) : n}{(M + Vm) : 2}, \quad (9)$$

де INT — щорічна процентна виплата по облігаціях;

M — номінальна вартість облігації;

Vm — поточна ринкова ціна облігації;

n — термін погашення облігації.

Якщо такий розрахунок затруднений, можна скористатися визначенням показника поточної прибутковості облігації:

$$Cd = (M \cdot p) : Vm, \quad (10)$$

де p — купонна ставка, %.

У процесі господарської діяльності підприємство іноді може використовувати для розрахунків такий фінансовий інструмент, як товарний кредит у формі короткострокової відстрочки платежу. Для обчислення його вартості використовують формулу:

$$C_{тк} = \frac{Цс}{KЗ_{ср}} \cdot 100, \quad (11)$$

де $C_{тк}$ — ціна товарного кредиту, %;

$Цс$ — сума цінових знижок;

$KЗ_{ср}$ — середній розмір кредиторської заборгованості за товарним кредитом.

Теоретично вартість капіталу тим вище, чим більше ризик, що пов'язаний із вкладенням капіталу. В свою чергу, ризик підвищується зі збільшенням тривалості періоду, на який залучається капітал. З цих позицій найдорожчим джерелом фінансування є власний (акціонерний) капітал і реінвестуємий (нерозподілений) прибуток, що залучені на необмежений час, а найдешевшим — непрострочена кредиторська заборгованість як безпроцентний короткостроковий кредит.

Практично ж фінансові менеджери мають більше можливостей для маневру при використанні власного капіталу, тому що можуть застосовувати в короткостроковому періоді різні тактичні прийоми зменшення його вартості (наприклад, припинення виплати дивідендів, виплата дивідендів акціями). Умови залучення позикового капіталу закріплені відповідними договорами, змінити які можливо тільки за згодою з кредиторами, інакше будуть застосовані штрафні санкції, що впливають на величину вартості капіталу (наприклад, кредиторська заборгованість, перетворюючи з нормальної в прострочену, стає платною через пеню і штрафи).

В сучасних умовах тільки підприємства, рівень рентабельності активів яких вище ставки рефінансування НБУ, мають шанс на отримання додаткових доходів від залучення банківських кредитів. У більшості вітчизняних промислових підприємств рентабельність активів значно менше дисконтних ставок, що встановлені за останні роки НБУ. Використання платних позикових засобів у подібних умовах приводить до подальшого погіршення фінансових показників підприємства.

Формування раціональної структури капіталу підприємства багато в чому залежить від зовнішніх факторів, особливо від ситуації на грошовому ринку і на ринку капіталів. Саме тому здійснюючи прямі іноземні інвестиції підприємства повинні проводити всі можливі калькуляції вартості капіталу з метою макси-

мізації прибутків та мінімізації потенційних ризиків, а також формувати раціональну структуру капіталу.

Висновки. Прийняття багатьох рішень у фінансовому менеджменті (прийняття рішень про інвестування, формування політики фінансування оборотних активів, рішення про використання лізингу, планування операційного прибутку підприємства та ін.) базується на аналізі ціни капіталу фірми.

Тому перш ніж приймати рішення про пряме іноземне інвестування, ТНК доцільно оцінити вартість капіталу, використовуючи.

Узагальнюючи досвід інвестиційного ризик-менеджменту на рівні транснаціональних корпорацій, визначають п'ять наступних парадигм управління інвестиційними ризиками: фаталістична, математична, погодна, органічна та поведінкова. Підвищення ефективності інвестиційної діяльності транснаціональних корпорацій в умовах глобальної фінансово-економічної кризи потребує зміни парадигми управління міжнародними інвестиційними ризиками, а саме використання в практиці управління ТНК інтегрованої моделі (системи) управління міжнародними інвестиційними ризиками.

Література

1. Авдокушин Е. Ф. Міжнародні економічні відносини: Підручник. — М.: Юристь, 2001. — 423 с.
2. Бланк И. А. Стратегия и тактика управления финансами. — К.: МП «ИТЕМ лтд», СП «АДЕФ-Украина», 1996. — 534 с.
3. Губський Б. В. Інвестиційні процеси в глобальному середовищі. — К.: Наук. думка, 1998. — 347 с.
4. Кожанова Є. П., Отенко І. П. Економічний аналіз: Навчальний посібник для самостійного вивчення дисципліни. — Х.: ВД «ІНЖЕК», 2003. — 208 с.
5. Кузьмін В. В. Фінансовий менеджмент : Навч. пос. — Херсон: «Олді-плюс», 2003. — 256 с.
6. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: Учебник / Под ред. Л. Н Красавиной 2-е изд., — М.: Финансы и статистика, 2001. — 476 с.
7. Міжнародна інвестиційна діяльність: Підручник / Д. Г. Лук'яненко, Б. В. Губський, О. М. Мозговий та ін. — К.: КНЕУ, 2003. — 564 с.
8. Рязанова Н. С. Міжнародні фінанси: Навч.- метод. посіб. для самост. вивч. дисц. — К.: КНЕУ, 2001. — 200 с.
9. Савчук В. П. Финансовый менеджмент предприятий: прикладные вопросы с анализом деловых ситуаций. Companion . — К., 2008, 884 с.

10. International Monetary Fund: Global Financial Stability Report. Financial Stress and Deleveraging. Macro-Financial Implications and Policy October 2009.

Стаття надійшла до редакції 22.06.2011

УДК: 330.322:332.72

М. Г. Салмінська,
доктор філософії в галузі економіки,
Міжрегіональна академія управління персоналом

АКТУАЛЬНІ ПРОБЛЕМИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПОЛІТИКИ У СФЕРІ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ РОЗВИТКУ РЕГІОНАЛЬНОГО РИНКУ НЕРУХОМОСТІ

АНОТАЦІЯ. У статті розглянуто проблеми інвестиційної політики у сфері забезпечення розвитку регіонального ринку нерухомості в Україні.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: інвестиції, інвестиційна політика, інвестиційний процес, регіональний ринок нерухомості.

АННОТАЦИЯ. В статье рассматриваются проблемы инвестиционной политики в сфере обеспечения развития регионального рынка недвижимости в Украине.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: инвестиции, инвестиционная политика, инвестиционный процесс, региональный рынок недвижимости.

ANNOTATION. In the article the problems of investment policy are examined in the field of providing of regional market of the real estate development in Ukraine.

KEYWORDS: investments, investment policy, investment process, regional market of the real estate.

Постановка проблеми. Процеси трансформації економіки України мають відбуватися на засадах збалансованості та взаємоузгодженого розвитку всіх складових ринку, у тому числі нерухомості. Формування і розвиток ринку нерухомості мають здійснюватися у відповідності із загальним прогресом економічної системи для забезпечення її ефективності, оскільки він концентрує в собі вагомую частку національного багатства та забезпечує матеріальні підвалини для реалізації практично всіх видів діяльності.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Серед вітчизняних науковців, що розробляли підходи до оцінювання нерухомості,