

Тетяна Л. Керанчук, Тетяна П. Басюк
**УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИМИ ПРОЕКТАМИ
ПІДПРИЄМСТВА НА ОСНОВІ ЦІННІСНО-
ОРІЄНТОВАНИХ ПІДХОДІВ**

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

Ключові слова: економічна додана вартість; ринкова додана вартість; ринкова вартість компанії; інвестиційний проект.

Форм. 3. Рис. 1. Табл. 1. Літ. 16.

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; рыночная стоимость компании; инвестиционный проект.

Tetiana L. Keranchuk¹, Tetiana P. Basiuk²
**VALUE-BASED MANAGEMENT OF COMPANY
INVESTMENT PROJECTS**

The article explains the specifics of evaluation of investment projects of an enterprise on the basis of economic value added (EVA) and market value added (MVA). It also explains the author's vision of the assessment of economic value added impact on the market value of a company.

Keywords: economic value added; market value added; company market value; investment project.

Постановка проблеми. Проблеми забезпечення сталого розвитку та зростання цінності компанії є актуальними для підприємств України, особливо в умовах фінансової кризи. Кожне підприємство представляє собою цілісну систему. Взаємодія елементів цієї системи має забезпечувати досягнення місії та поставлених перед підприємством цілей в ході реалізації стратегій. Стратегії, зазвичай, 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) доцільними є оцінювання та моніторинг показни-

¹ National University of Food Technologies, Kyiv, Ukraine.

² National University of Food Technologies, Kyiv, Ukraine.

ків, які відбивають внесок кожного інвестиційного проекту в зростання цінності підприємства.

Аналіз досліджень і публікацій виявив значну увагу вчених до проблематики управління інвестиціями на підприємствах. Зокрема, питання оцінювання ефективності інвестиційних проектів досліджувалося в працях І.О. Бланка [1], В.П. Савчука [8], проблеми оцінювання ринкової вартості підприємства вивчалися такими вченими, як О.М. Король [5], Т. Коупленд [6], аспектам інвестиційного оцінювання різних видів активів та моделям такого оцінювання присвячено роботу А. Дамодарана [4].

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. Чумаченка [10]), так і зарубіжних (Д. Хан [9]). Але питання оцінювання внесків 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 процесі управління інвестиційними проектами підприємства.

Основні результати дослідження. У рамках ціннісно-орієнтованих концепцій підприємство розглядається як цілісна система інтересів різних зацікавлених сторін: власників, робітників, менеджерів та інших. З точки зору цих зацікавлених груп основною місією підприємства має бути його успішний розвиток. Основною умовою та водночас кількісним критерієм успішності розвитку підприємства є максимізація його ринкової вартості або цінності для 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 [14; 15], Т. Коупленда та Дж. Муррина [6], Т.Г. Левіса [12; 13], Дж.М. Стерна та Дж.Б. Стюарта [13], Д. Хана [9]. Варто 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).

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, є 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 до оцінювання доцільності реалізації інвестиційних проектів, мають використовуватись, з нашої точки зору, саме специфічні підходи. Аналіз інвестиційних проектів на основі показників EVA (economic value added – економічна додана вартість) та MVA (market value

added – ринкова додана вартість) [9, 144] дає можливість оцінити ринковий результат від реалізації інвестиційних проектів та ступінь відповідності поставленим стратегічним цілям розвитку підприємства. Показник економічної доданої вартості (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:

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

де *NOPAT* (net operating profits after taxes) – чистий операційний прибуток після сплати податків, але до сплати відсотків; *WACC* (weighted average cost of capital) – 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 й створюють додаткову вартість.

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

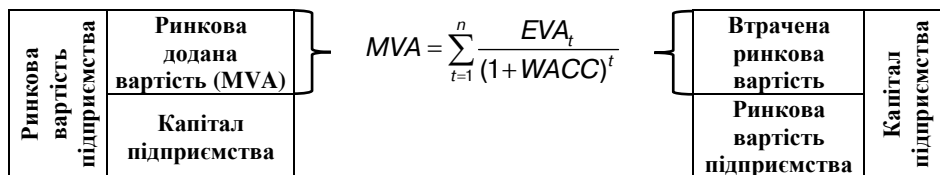


Рис. 1. Взаємозв'язок показників ринкової вартості підприємства та економічної доданої вартості [9, 162]

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

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

Аналіз інвестиційних проектів на основі показника EVA може виступати альтернативою 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 в певний період, у межах узгодженого часу, ресурсів і умов експлуатації» [11, 18].

Авторами було здійснено спробу застосувати вищеописані інструменти оцінювання в рамках науково-практичного дослідження, яке проводилось на ДП ПАТ «Київхліб» «Хлібокомбінат №10». У ході проведеного дослідження обґрунтовано доцільність реалізації інвестиційного проекту, пов'язаного з впровадженням нової лінії «ТОPOS» для виробництва дрібноштучних виробів. У результаті оцінювання економічної ефективності проекту, поряд із традиційними показниками NPV, IRR, DPB, PI, обраховано показники ціннісно-орієнтованого підходу — EVA, MVA, а також ринкова вартість підприємства з урахуванням реалізованого проекту (V_T) за формулою:

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

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 .

У табл. 1 зазначені підсумкові показники, обраховані по проекту:

- в проект передбачалось інвестувати капітал (C), сформований за рахунок накопиченого нерозподіленого прибутку та 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) 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 є додатною величиною, IRR — значно вища за показник середньозваженої вартості капіталу. Але ці показники не відбивають кількісного внеску у 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 їхню ринкову вартість встановити проблематично. Як видно з табл. 1, показник ринкової доданої вартості для ДП ПАТ «Київхліб» «Хлібокомбінат №10» після реалізації проекту становитиме 6669,5 тис. грн;

- 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 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). 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%).

Таблиця 1. 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					

Проведене авторами дослідження та впровадження підтвердило, що використання EVA та MVA у вигляді цільових показників діяльності дає підприємству низку переваг:

- можливість оцінювання інвестиційних проектів з позиції перспектив розвитку бізнесу;
- можливість підвищення ступеня зацікавленості власників бізнесу в інвестиційних проектах, незважаючи на нестачу власних коштів і необхідність залучення кредитних ресурсів;
- можливість демонстрації доцільності реалізації інвестиційних проектів, незважаючи на ризики інвестиційної діяльності;
- можливість оцінки проекту у взаємозв'язку з іншими проектами у складі інвестиційної програми;
- можливість рівнозначно оцінювати поряд із стратегічно значущими 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 призведе до втрати ринкової вартості підприємства. Саме ці моменти і дозволяють 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. На нашу думку, доцільність використання показників EVA та MVA для оцінювання привабливості інвестиційних програм та проектів не викликає сумніву. Одночасно їх використання на практиці, як показало дослідження, вимагає певних передумов на підприємстві: по-перше, модифікації системи внутрішнього обліку підприємства, яка забезпечує необхідною інформацією для визначення EVA в розрізі окремих проектів, що формують інвестиційну програму; по-друге, організації системи інвестиційного контролінгу, яка дає можливість обґрунтувати управлінські рішення щодо доцільності реалізації окремих інвестиційних проектів з урахуванням їх внесків в приріст ринкової вартості підприємства.

1. *Бланк І.А.* Інвестиційний менеджмент: Навч. курс. — К.: Єльга, Ника-Центр, 2001. — 448 с.
Blank I.A. Investytsiyniy menedzhment: Navch. kurs. — K.: Yelha, Nyka-Tsentr, 2001. — 448 s.
2. *Вагнер І.М.* Стратегічний аналіз доцільності інвестицій у розвиток стратегічних господарських підрозділів // V Международная научно-практическая Интернет-конференция «Альянс наук: ученый — ученому» (20 марта 2009 г.) // www.confcontact.com.
Vahner I.M. Stratehichnyi analiz dotsilnosti investitsii u rozvytok stratehichnykh hospodarskykh pidrozdiliv // V Mezhdunarodnaia nauchno-prakticheskaya Internet-konferentciia «Alians nauk: uchenyi — uchenomu» (20 marta 2009 g.) // www.confcontact.com.
3. *Гордієнко П.Л., Дідковська Л.Г., Яшкіна Н.В.* Стратегічний аналіз: Навч. посібник. — 2-ге вид., перероб. і доп. — К.: Алерта, 2008. — 478 с.
Hordiienko P.L., Didkovska L.H., Yashkina N.V. Stratehichnyi analiz: Navch. posibnyk. — 2-he vyd., pererob. i dop. — K.: Alerta, 2008. — 478 s.
4. *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов / Пер. с англ. — 9-е вид. — М.: Альпина Паблшер, 2016. — 1316 с.
Damodaran A. Investitsionnaia otsenka: instrumenty i metody otsenki liubyykh aktivov / Per. s angl. — 9-e vid. — M.: Alpina Publisher, 2016. — 1316 s.
5. *Король О.М.* Ключові індикативні складові системи моніторингу вартості корпорацій // Фінанси України. — 2006. — №1. — С. 135–141.
Korol O.M. Kliuchovi indykatyvni skladovi systemy monitorynhu vartosti korporatsii // Finansy Ukrainy. — 2006. — №1. — S. 135–141.
6. *Коупленд Т., Коллер Т., Мурин Д.* Стоимость компаний: оценка и управление / Пер. с англ. — М.: Олимп-Бизнес, 2008. — 576 с.
Kouplend T., Koller T., Murin D. Stoimost kompanii: otsenka i upravlenie / Per. s angl. — M.: Olimp-Biznes, 2008. — 576 s.
7. *Редченко К.І.* Стратегічний аналіз у бізнесі: Навч. посібник. — 2-ге вид., доповнене. — Львів: Новий світ — 2000, 2003. — 272 с.
Redchenko K.I. Stratehichnyi analiz u biznesi: Navch. posibnyk. — 2-he vyd., dopovnene. — Lviv: Novyi svit — 2000, 2003. — 272 s.
8. *Савчук В.П.* Финансовый менеджмент предприятий: прикладные вопросы с анализом деловых ситуаций. — К.: Максимум, 2001. — 600 с.
Savchuk V.P. Finansovyi menedzhment predpriatii: prikladnye voprosy s analizom delovyykh situatsii. — K.: Maksimum, 2001. — 600 s.

9. Хан Д., Хунгенберг Х. Планирование и контроль. Стоимостно-ориентированная концепция контроллинга / Пер с нем.; Под ред. Л.Г. Головача, М.Л. Лукашевича. — М.: Финансы и статистика, 2005. — 928 с.

Khan D., Khungenberg Kh. Planirovanie i kontrol. Stoimostno-orientirovannaia kontseptciia kontrollinga / Per s nem.; Pod red. L.G. Golovacha, M.L. Lukashevicha. — M.: Finansy i statistika, 2005. — 928 s.

10. Чумаченко М.Г., Панков В.А. Управління вартістю компанії на основі ціннісного підходу // Фінанси України.— 2004.— №2. — С. 66–79.

Chumachenko M.H., Pankov V.A. Upravlinnia vartistiu kompanii na osnovi tsinnisnoho pidkhotu // Finansy Ukrainy.— 2004.— №2. — S. 66–79.

11. Ярошенко Ф.А., Бушув С.Д., Танака Х. Управление инновационными проектами и программами на основе системы знаний Р2М: Монография. — К.: Саммит-Книга, 2012. — 272 с.

Iaroshenko F.A., Bushuev S.D., Tanaka Kh. Upravlenie innovatcionnymi proektami i programmi na osnove sistemy znanii R2M: Monografiia. — K.: Sammit-Kniga, 2012. — 272 s.

12. Lewis, T.G. (1995). Steigerung des Unternehmenswertes: Total Value Management. 2 Aufl. Landsberg/Lech.

13. Lewis, T.G., Lehmann, S. (1995). Überlegene Investitionsentscheidungen durch CFROI. In: Das Boston Consulting Group Strategic — Buch, Hrsg. B.v.Oetinger, Dusseldorf u.a.

14. Rappaport, A. (1995). Shareholder-Value: Wertsteigerung als Maßstab für die Unternehmensführung, Stuttgart.

15. Rappaport, A. (1998). Creating Shareholder Value — A Guide for Managers and Investors. 2 Aufl. New York; London.

16. Stern, J.M., Stewart, G.B., Chew, D.H. (1995). The EVA Financial Management System. Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 2.

Стаття надійшла до редакції 21.03.2016.