

## УДОСКОНАЛЕННЯ РОЗРОБКИ ФІНАНСОВИХ РОЗДІЛІВ БІЗНЕС-ПЛАНІВ НА ПІДПРИЄМСТВАХ МАЛОГО БІЗНЕСУ

© Катаєв А.В., Дубодєлова А.В, Процак К.В., 2013

Розглядаються проблемні моменти розробки підприємствами малого бізнесу України фінансових розділів бізнес-планів впровадження інвестиційних проектів. Проаналізовано три основні типи помилок, які зустрічаються під час обґрунтування доцільності інвестицій у бізнес-проекти з частковим кредитним фінансуванням. Зокрема – це некоректне визначення обсягів грошових потоків унаслідок впровадження бізнес-проекту; заниженість оцінки ціни власного капіталу підприємства та відповідно ставки дисконтування майбутніх грошових потоків; методично некоректний розрахунок NPV проекту. З'ясовано, що вагомим чинником типовості цих помилок є застосування підприємствами малого бізнесу методологічних та методичних підходів, неадаптованих до специфіки інвестиційної діяльності підприємств малого бізнесу. Розглянуто методики, застосування яких підприємствами малого бізнесу під час розроблення фінансових розділів бізнес-планів забезпечуватиме підвищення достовірності бізнес-планів інвестиційних проектів та обґрунтованості доцільності інвестицій у ці проекти. Це дасть змогу здійснювати ретельніший відбір проектів, впроваджуючи лише ті з них, які будуть потенційно здатні забезпечити реалізацію цілей цих підприємств.

Ключові слова: бізнес-план, інвестиції, інвестиційний проект, грошовий потік проекту, ціна капіталу підприємства, чиста теперішня вартість.

## PROBLEMATIC ASPECTS OF DEVELOPMENT OF THE BUSINESS PLAN FINANCIAL SECTIONS AT SMALL BUSINESS ENTERPRISES

©. Kataev A.V., Dubodjelova A.V, Protsak K.V., 2013

The article deals with the problematic aspects of the development of the business plan financial sections of investment projects implemented by small enterprises of Ukraine. Three main types of mistakes, which occur in the process of substantiation of reasonability of the investments with partial credit financing, are analyzed. They are: incorrect definition of the project's cash flow volumes; underestimation of the value of the price of the enterprise own capital; methodically incorrect calculation of the NPV project. It has been determined that the main typical nature of these mistakes, done by small business enterprises, is the use of methodological and methodical approaches, which are not adapted to the specificity of investment activity of small business enterprises. Methods, which will supply small business enterprises with the technique of the development of business plan financial sections and provide the increase of reliability of business plan investment projects and justify the expediency of investments into these projects, are considered. This makes it possible to perform a more thorough selection of projects and implement only those of them which will potentially be able to realize the aims of these enterprises.

Key words: business plan, investments, investment projects, project's cash flow, the price of the enterprise capital, net present value.

### Постановка проблеми

Підприємці та менеджери підприємств України вже протягом доволі тривалого часу застосовують розробку бізнес-планів для планування впровадження інвестиційних проектів та обґрунтування їхньої економічної життєздатності та фінансової доцільності.

До того ж в багатьох випадках, особливо у бізнес-планах, які розробляються на підприємствах малого та середнього бізнесу, достовірність економічно-фінансових розрахунків залишається доволі незначною. Причиною цього є не тільки і не стільки те, що об'єктом бізнес-планування для таких підприємств є проекти для впровадження яких планується застосовувати кредитні ресурси, а відтак менеджери та/або підприємці схильні завищувати показники результативності проекту для отримання банківського фінансування. Цей чинник, безперечно, може існувати. Однак не він є визначальним. Тим більше, що низький рівень достовірності планових показників доцільності інвестицій “б’є” передусім не по інтересах банку-кредитора, а по інтересах підприємства. Значно вагомішими чинниками існування такої ситуації є проблема застосування некоректних методичних, а інколи й методологічних підходів до планування ключових показників у фінансових розділах бізнес-планів.

### **Аналіз останніх досліджень та публікацій**

Проблематика бізнес-планування широко висвітлюється сьогодні у наукових виданнях України та інших країн пострадянського простору. Численні публікації все більше перетворюються з “локомотив” впровадження бізнес-планування у господарсько-інвестиційну практику вітчизняних підприємств, на “відповідь на запит” вітчизняного бізнесу в опановуванні цим дієвим інструментом підготовки до реалізації нових бізнес-ідей, застосування якого дає змогу всебічно оцінити їхню життєздатність та обґрунтувати як виправданість здійснення певного бізнес-проекту для підприємства, так і доцільність здійснення інвестицій у цей бізнес-проект.

Об'єктами досліджень при цьому є різні аспекти бізнес-планування. Це і теоретично-методологічні підходи до бізнес-планування [1–5], і аналіз вітчизняного та закордонного досвіду розроблення бізнес-планів [6], і практично-методичні питання формування бізнес-плану [7–10], і різні аспекти фінансування інвестицій для здійснення бізнес-проектів [11] та оцінки доцільності інвестицій у ці проекти [12, 13].

До того ж недостатня увага приділяється специфічним моментам і особливостям розроблення бізнес-планів підприємствами малого бізнесу. Відтак “малі” підприємства, які до того ж не завжди можуть з об'єктивних причин залучати до розроблення бізнес-планів фахових спеціалістів або консультантів з бізнес-планування, залишаються “на самоті” з певними проблемними моментами обґрунтування фінансово-економічної доцільності своїх бізнес-ідей.

### **Постановка цілей**

Мета роботи – з'ясувати основні проблемні моменти застосування підприємствами малого бізнесу певних методологічних та методичних підходів до обґрунтування доцільності інвестицій у бізнес-проекти з частковим кредитним фінансуванням, що призводить до отримання недостовірних результатів такого обґрунтування.

### **Виклад основного матеріалу**

Підприємці та менеджери підприємств в Україні сьогодні дедалі більше сприймають бізнес-план як дієвий інструмент перевірки життєздатності та економічної доцільності певних бізнес-проектів.

Однак частина з цих менеджерів та/або підприємців, особливо тих, які “належать” до малого бізнесу, сприймають бізнес-планування насамперед як одну з умов залучення додаткових фінансових ресурсів, і звертаються до розроблення бізнес-плану лише під час виникнення потреби профінансувати певний проект з використанням кредитних коштів. Безперечно, сама по собі така основна (а інколи – єдина) цільова установка розроблення бізнес-плану – отримання кредиту, не надто позитивно впливає на ретельність і достовірність фінансово-економічного обґрунтування доцільності інвестиційного проекту. Такий підхід можна було б, якщо не виправдати, то принаймні зрозуміти, якщо б не одна прикра обставина. При розробці фінансових розділів бізнес-планів (у т.ч. тих, які орієнтовані лише на “вмовляння” банку надати підприємству кредит) менеджери/підприємці малого бізнесу припускаються доволі часто помилок, здатних не лише дати “не зовсім достовірну” оцінку життєздатності проекту, але й забезпечити повну некоректність такої оцінки. В результаті підприємство ризикує почати

впроваджувати проект, який, якщо і дасть змогу обслуговувати кредит, то не відповідатиме фінансовим інтересам підприємства та його власника (власників).

До таких типових помилок можна зарахувати:

- 1) неточність розрахунку прирістного грошового потоку проекту (як крайній випадок – “підміна” прирістного грошового потоку проекту грошовим потоком підприємства);
- 2) “заниження” ціни власного капіталу (у деяких випадках – аж до рівня ціни зобов’язань);
- 3) застосування невідповідної методики розрахунку чистої теперішньої вартості (NPV) проекту.

Спробуємо проаналізувати, що спричиняє ці помилки.

Коректне обґрунтування доцільності інвестицій має ґрунтуватись виключно на основі додаткового грошового потоку (прирістного грошового потоку), отримання якого є прямим наслідком впровадження проекту. Це майже аксіоматичний постулат.

Справді, якщо, наприклад, грошовий потік підприємства<sup>1</sup> без впровадження інвестиційного проекту планується на рівні 100 тис. грн, а з впровадженням проекту цей грошовий потік зросте на 20 %, логічно застосовувати для обґрунтування доцільності інвестицій у цей проект щорічний грошовий потік в обсязі 20 тис. грн (100 x 20 %), а не усі 100 тис. грн грошового потоку підприємства. Адже лише цей приріст грошового потоку буде безпосереднім “наслідком” інвестиційного проекту, і саме ці 20 тис. грн будуть прирістним грошовим потоком. Це досить легко усвідомити, але інколи не просто застосувати на практиці. І причин тут може бути кілька.

Зокрема, очевидно, що використання прирістного грошового потоку даватиме “гірші” значення показників доцільності інвестицій у проект, ніж застосування “загального” грошового потоку підприємства, і це створює реальну спокусу для “прикрашання проекту” свідомим маніпулюванням з боку менеджерів або власників.

До того ж ситуація може не бути такою “лінійною”, адже у багатьох випадках планування прирістного грошового потоку може справді бути непростим завданням.

Розглянемо доволі простий випадок – заміна морально застарілого устаткування на сучасне з аналогічною продуктивністю. Такий захід, зазвичай, забезпечуватиме економію на експлуатаційних витратах нового устаткування порівняно з наявними експлуатаційними витратами існуючого устаткування. І саме ця економія і формуватиме плановий прирістний грошовий потік такого проекту. Однак припустимо, що у разі невпровадження цього проекту, моральна застарілість устаткування у найближчі роки почне доповнюватись значним фізичним зношенням. Це генеруватиме підвищені витрати на ремонт цього устаткування, можливо й додаткові втрати по підприємству у зв’язку з простоями устаткування у цих непланових ремонтах; фізична зношеність устаткування може спричинити погіршення якості виконуваних операцій, що вимагатиме додаткових витрат на додаткові операції для забезпечення належного рівня якості та/або додаткових витрат на усунення браку. За таких обставин для планування дійсного прирістного грошового потоку проекту потрібно буде не просто застосувати наявні експлуатаційні витрати “старого” устаткування, але й здійснити їх прогноз на майбутнє. Зрозуміло, що навіть для цього простого прикладу обсяг планових розрахунків істотно зросте, що може спонукати менеджерів або власників – розробників бізнес-плану знехтувати цими додатковими розрахунками навіть ціною “заниження” реально-очікуваного прирістного грошового потоку.

Друга типова помилка, яка зустрічається у бізнес-планах підприємств малого бізнесу, – занижена оцінка ціни власних фінансових ресурсів, які планується використовувати для впровадження інвестиційного проекту. Спричиняється ця помилка переважно однією з причин.

Перша, – багато хто з власників підприємств малого бізнесу в Україні до сьогоднішнього дня не має чіткого уявлення про те, що власний капітал має свою ціну і що ця ціна є вищою, ніж ціна кредитних ресурсів (якою б дорогою не видавалась ціна кредиту). Відповідно, під час розрахунку теперішньої вартості майбутніх грошових потоків проекту (для наступного розрахунку чистої теперішньої вартості інвестицій у проект), один із ключових параметрів – ставка дисконтування – обирається майже довільно, наприклад, на рівні, дещо вищому, ніж ставка депозиту банку, а у разі з частковим фінансуванням проекту кредитними коштами – на рівні ставки відсотків за цим кредитом<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Ми свідомо “обходимо” зараз питання складових цього потоку, яке буде розкрито у роботі пізніше.

<sup>2</sup> Див.: наприклад, [14, с. 270].

Зрозуміло, що впровадження проекту, доцільність якого обґрунтована з застосуванням такої ставки дисконтування<sup>3</sup>, навіть за повного збігу фактичних грошових потоків проекту з плановими, забезпечить власникам віддачу на вкладений капітал на рівні, дещо вищому, ніж відсоткова ставка за кредитами, але, можливо, меншому, ніж реальна ціна власного капіталу власників.

Друга причина – власники, усвідомлюючи, що ціна їхнього капіталу є вищою, ніж ціна зобов'язань, і воліючи враховувати реальну ціну власного капіталу під час обґрунтування доцільності інвестицій і проекту, наштовхуються на неможливість практичного застосування найвідомішого методу оцінки цієї ціни – за “моделлю оцінки капітальних активів”<sup>4</sup>:

$$K_s = R_f + \beta \times (R_m - R_f), \quad (1)$$

де  $K_s$  – ціна власного капіталу;  $R_f$  – дохідність цінних паперів без ризику;  $R_m$  – середня дохідність ринку акцій;  $\beta$  – коефіцієнт систематичного ризику.

Коефіцієнт систематичного ризику бета, як правило, визначається на основі аналізу коливань прибутковості певних акцій стосовно коливань прибутковості ринку цінних паперів. Відповідно CAPM може дієво застосовуватись для акціонерних компаній, які торгують на біржі.

Проблематичність визначення або адаптування у будь-який спосіб коефіцієнта бета для підприємств малого бізнесу спонукає їх та їхніх власників до відмови від застосування цієї моделі та до “інтуїтивної” оцінки ціни власного капіталу.

Однак, по-перше, бету можна визначити, ґрунтуючись на оцінці трьох основних детермінант систематичного ризику: виду діяльності компанії (чутливості цієї діяльності до коливань ринкової кон'юнктури); операційного важеля підприємства та його фінансового важеля (див. наприклад, [15, с. 251–255]). Такий підхід робить можливим визначення коефіцієнта бета для компаній будь-якої організаційно-правової форми та розміру.

По друге, існують модифікації методу CAPM, які дають змогу визначати ціну власного капіталу без використання коефіцієнта бета та робити це у т.ч. і для підприємств малого бізнесу. До таких методів належить, зокрема, кумулятивний метод оцінки ціни власного капіталу<sup>5</sup>:

$$K_s = R_f + (R_m - R_f) + SCP + SCRP \quad (2)$$

або

$$K_s = R_f + ERP + SPC + SCRP, \quad (3)$$

де  $K_s$  – ціна власного капіталу;  $R_f$  – дохідність цінних паперів без ризику;  $R_m$  – середня дохідність ринку акцій;  $ERP = (R_m - R_f)$  – премія за ризик власного капіталу;  $SPC$  – премія за ризик маленької компанії;  $SCRP$  – премія за ризик конкретної компанії.

Метод кумулятивного коефіцієнта дає можливість відмовитись від порівняння рівня ризику певного підприємства та фондового ринку загалом (представленого у методі CAPM у вигляді коефіцієнта бета), замінивши його більш безпосередньою оцінкою рівня ризику цього підприємства. Така оцінка здійснюється за допомогою двох показників – премії за ризик маленької компанії (SCP) та премії за ризик конкретної компанії (SCRP). Перший компонент має врахувати дещо вищий рівень ризику підприємств малого бізнесу порівняно з великими підприємствами<sup>6</sup>. Другий компонент фактично являє собою коефіцієнт несистематичного ризику, тобто ризику, притаманного діяльності певного підприємства. Для оцінки SCRP можна застосувати експертну оцінку (експертами можуть виступати власники та топ-менеджери компанії) рівня ризиків компанії, з огляду на оцінювання впливу на підприємство таких чинників ризику, як:

- наявність обмежень доступу до капіталу;
- частка компанії на ринку та структура ринку галузі;
- забезпеченість кваліфікованими менеджерами;
- залежність від “носіїв” ключової інформації та знань;

<sup>3</sup> У цих випадках, щоправда, ставка дисконтування є більшою, ніж реальна “ціна” кредиту, оскільки остання дорівнює “чистій ставці відсотків за кредитом”, тобто відсотковій ставці, зменшеній на величину “податкового щита”.

<sup>4</sup> CAPM – Capital Asset Pricing Model – метод орієнтований у його “класичному” вигляді на акціонерні товариства.

<sup>5</sup> Див.: наприклад, [16, с. 154–156].

<sup>6</sup> У сьогоденнішніх реаліях України може прийматись на рівні 5–7 %.

- маркетингові, у т.ч. рекламні та дистрибуційні можливості;
- асортимент товарів і послуг;
- можливість використовувати ефект масштабу виробництва;
- рівень концентрації клієнтів у сумарному обсязі продажу;
- залежність від постачальників та продавців;
- достовірність і своєчасність облікової інформації, наявність та дієвість внутрішнього контролю.

Застосування такої методики даватиме точнішу оцінку ціни власного капіталу, ніж за “методом” “трохи більше, ніж ціна кредитних ресурсів”, або ніж за “інтуїтивним” підходом. Очевидно, що ця “розрахункова” ціна капіталу перевищуватиме ціну кредитів та може бути більшою, ніж “інтуїтивна” ціна. Це, своєю чергою, зменшуватиме теперішню вартість прирістних грошових потоків проекту та значення показників доцільності інвестицій, ніж під час застосування менших за значенням приблизних оцінок такої ціни. Але ця “гірша” оцінка буде реалістичнішою і достовірнішою, відтак уможливить уникнути схвалення впровадження проекту завідомо не доцільного для підприємства.

І, нарешті, третя помилка, яка доволі часто зустрічається під час розрахунку показників доцільності інвестицій і розроблення бізнес-планів. Полягає вона у використанні невідповідної реаліям підприємств малого бізнесу методики розрахунку NPV.

Так, здебільшого підприємства малого бізнесу намагаються порахувати чисту теперішню вартість проекту за методом DCFA<sup>7</sup>:

$$NPV = -I_0 + \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}; \quad (4)$$

$$FCF_t = EBIT_t \times (1 - Tx) + A_t - I_t, \quad (5)$$

де  $I_0$  – сума початкових інвестицій у проект;  $FCF_t$  – вільний грошовий потік проекту за рік  $t$ ;  $WACC$  – середньозважена вартість капіталу;  $EBIT_t$  – прибуток до виплати відсотків і податків ( $\approx$  операційному прибутку) за рік  $t$ ;  $Tx$  – ставка податку на прибуток;  $A_t$  – амортизація за рік  $t$ ;  $I_t$  – поточні інвестиції за рік  $t$ .

Однак ця методика знову ж таки орієнтована насамперед на компанії великого бізнесу. Своєрідним свідченням цього є те, що як ставка дисконтування, застосовується середньозважена вартість (ціна) капіталу компанії (WACC). Тобто передбачається, що незалежно від структури фінансування конкретного інвестиційного проекту, структура капіталу компанії залишатиметься незмінною, оскільки компанія свідомо підтримуватиме оптимальне для неї співвідношення зобов'язань та власного капіталу.

Для підприємств малого бізнесу такий підхід є скоріше винятком. Типовішою є ситуація, коли кредитні ресурси залучаються для здійснення конкретного інвестиційного проекту і кредит повертається протягом найближчих років. Відповідно WACC підприємства під час реалізації проекту буде постійно змінюватись з відповідним зростанням середньозваженої вартості (ціни) капіталу за рахунок зменшення у його структурі частки кредиту. Найпростіший вихід у цьому випадку – використовувати WACC, визначену на момент початку здійснення інвестицій. Але це призводить до того, що значна частина майбутніх прирістних грошових потоків проекту дисконтується за меншою ставкою, ніж повинна була б дисконтуватися.

Крім того, DCFA-метод не передбачає врахування у складі “вільного грошового потоку” видатків на повернення основної суми кредиту, що робить розрахунок NPV проекту ще більше “приблизним”.

Запобігти цим проблемам може використання іншого методу розрахунку чистої теперішньої вартості проекту – методу власного капіталу. Цей метод ґрунтується власне на врахуванні виплат

---

<sup>7</sup> Discounted cash flow analysis.

основної суми кредиту під час здійснення інвестиційного проекту та враховує відповідну зміну структури капіталу підприємства:

$$NPV = -I_0 + \sum_{t=1}^T \frac{CF_t^E - D_t}{(1+r_s)^t} + PV D; \quad (6)$$

$$CF_t^E = NP_t + A_t - I_t, \quad (7)$$

де  $CF_t^E$  – грошовий потік на власний капітал за рік  $t$ ;  $D_t$  – виплата основної суми кредиту за рік  $t$ ;  $r_s$  – ціна власного капіталу;  $PV D$  – теперішня вартість видатків з обслуговування боргу;  $NP_t$  – чистий прибуток за рік  $t$ .

Очевидно, що застосування такого підходу знову ж таки може давати значно менше значення чистої теперішньої вартості проекту, ніж за методом DCFA. Однак саме це “зменшене” значення буде реалістичнішими і достовірнішими.

### Висновки

Якість розробки фінансових розділів бізнес-планів інвестиційних проектів, які планують впроваджувати підприємства малого бізнесу в Україні, може бути істотно підвищена, за умови усунення з практики вітчизняного бізнес-планування кількох основних типових помилок, пов'язаних з використанням некоректних методичних підходів щодо визначення прирістних грошових потоків проекту, оцінки вартості власного капіталу та розрахунку чистої теперішньої вартості проекту.

Застосування методик, більшою мірою адаптованих до специфіки інвестиційної діяльності підприємств малого бізнесу, забезпечуватиме підвищення достовірності бізнес-планів інвестиційних проектів та обґрунтованості доцільності інвестицій у ці проекти. Це, своєю чергою, дасть змогу підприємствам здійснювати жорсткіший та ретельніший відбір проектів, впроваджуючи лише ті з них, які будуть потенційно здатні справді забезпечити реалізацію цілей цих підприємств.

### Перспективи подальших досліджень

Напрямок подальших досліджень буде уточнення підходів та методик до обґрунтування фінансово-економічної доцільності інвестицій у процесі розроблення бізнес-планів підприємствами малого бізнесу.

1. Сергеев А.А. *Экономические основы бизнес - планирования*. – М.: Юнити-Дана, 2004. – 462 с.
2. Бухаров А.В. *Разработка бизнес-плана / А.В. Бухаров, Н.В. Никитин, Б.В. Сазыкин*. – М.: Логос, 2007. – 176 с.
3. Станиславчик Е. Н. *Бизнес-план. Управление инвестиционными проектами*. – М.: Ось-89, 2009. – 128 с.
4. Петухова С. В. *Бизнес-планирование. Как обосновать и реализовать бизнес-проект*. – М.: Омега-Л, 2013. – 176 с.
5. Стрекалова Н. *Бизнес-планирование*. – М.: Книга по требованию, 2012. – 352 с.
6. *Бизнес-план. Зарубежный и отечественный опыт / под ред. В.М. Попова*. – Чебоксары, 2005. – 432 с.
7. Любимова Т.П. *Бизнес-план: учеб.-практ. пособ. / Т.П. Любимова, Л.В. Мясоедова, Т.А. Грамотенко, Ю.А. Олейникова*. – М.: Книга сервис, 2004. – 96 с.
8. *Бизнес-план. Методические материалы*. – 3-е изд., доп. / под ред. Н.А. Колесниковой, А.Д. Миронова. – М.: Финансы и статистика, 2004. – 256 с.
9. Горемыкин В. А. *Бизнес-план. Методика разработки. 25 реальных образцов бизнес-плана*. – М.: Ось-89, 2011. – 592 с.
10. Петров К. Н. *Как разработать бизнес-план: практ. пособ. с примерами и шаблонами*. – 3-е изд. – М.: Вильямс, Диалектика, 2011. – 384 с.
11. Корчагин Ю.А. *Инвестиции: теория и практика / Ю.А. Корчагин, И.П. Маличенко*. – Ростов н/Д.: Феникс, 2008. – 512 с.
12. Кукукина И. Г. *Экономическая оценка инвестиций / И. Г. Кукукина, Т. Б. Малкова*. – М.: КноРус, 2011. – 304 с.
13. Лумпов А. И. *Бизнес-планирование инвестиционных проектов / А. И. Лумпов, А. А. Лумпов*. – М.: Флинта, 2012. – 166 с.
14. Кучеренко В.Р. *Бизнес-планивання фірми: навч. посіб.* – К.: Знання, 2006. – 423 с.
15. Асват Дамодаран *Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / пер. с англ.* – М.: Альпина Паблишер, 2011. – 1324 с.
16. Эванс Ф. *Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / Ф. Эванс, Д. Бишоп; пер. с англ.* – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 332 с.