

УДК 336.645.1

Т. В. Майорова,

доцент, кандидат економічних наук, завідувач кафедри банківських інвестицій,
ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

ОСОБЛИВОСТІ БЮДЖЕТУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ

Розглядаються питання формування бюджету інвестиційного проекту, особливу увагу приділено основним підходам до розробки бюджету капітальних вкладень та методам його оптимізації.

Ключові слова: інвестиції, інвестиційний проект, бюджетування капітальних вкладень, вартість проекту, вартість інвестиційного капіталу.

The questions of forming of budget of investment project are examined, the special attention is spared basic approaches to development of budget of capital investments and methods of his optimization.

Keywords: investments, investment project, budgeting of capital investments, cost of project, cost of investment capital.

Постановка проблеми. Ключовим питанням, яке вирішується будь-яким суб'єктом господарювання при реалізувати нових або замінити (вдосконалення) існуючих елементів основного капіталу є формування планів капітальних вкладень або бюджетування інвестиційних проектів. Бюджетування інвестиційних проектів є обов'язковим при: розробці програм розвитку підприємства; оцінці ефективності об'єднання та поглинання; впровадження принципово нових технологій та продуктів; інвестування у некомерційні об'єкти (охорона навколишнього середовища, безпека об'єкту тощо); активізації рекламних компаній та ін. Оскільки інвестиційні ресурси завжди обмежені, їх балансування для досягнення інвестиційних цілей є не завжди простим чи прискладним завданням, але в управлінні результативністю від інвестиційної діяльності є важливим, бо результативність бюджету можна використати щонайменше як критерій оцінки ефективності інвестицій, дослідження змісту та особливостей формування та оптимізації бюджетування інвестиційних проектів є сьогодні актуальним як у теоретичному так і практичному плані.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблемам, пов'язаним з бюджетуванням на підприємстві, завжди приділялась значна увага. У працях вітчизняних та зарубіжних вчених, таких як М. Білик [1], В. Бочаров [2, 3], Ричард Брейли та Стюарт Майерс [4], Ю.Бригхем та Л. Гепенски [5], М.Вініченко [6], А.Горбунов [7], Т.Дикки [8], В.Ковалев [9], В.Леонтьев [2], Г. Партин [10], В.Самочкин [11], Д.Сигел Г. та Д.Шим [13], Т.Сизова, В.Хруцкий та В.Гамаюнов [12], К.Щиборщ [14] та ін. розроблено теоретичні засади аналізу та вибору комплексу показників та бізнес-процесів бюджетування, обґрунтовано процеси бюджетного планування з використанням функцій витрат, досліджено існуючі методичні підходи щодо складання регламенту бюджетування, визначено його ризики та розроблено комплекс відповідних математико-статистичних та оптимізаційних моделей. Разом з тим, дуже мало приділяється уваги організації процесу бюджетування інвестиційних проектів, особливо в умовах обмеженості фінансових ресурсів.

Метою статті є дослідити організацію процесу формування бюджету інвестиційного проекту та визначити основні методи його оптимізації.

Викладення основного матеріалу. Ефективність реалізації будь-якого інвестиційного проекту визначає обґрунтований план фінансування. В інвестиційній діяльності такий план має назву «бюджет реалізації інвестиційного проекту» або «капітальний бюджет», який включає всі витрати та надходження коштів, пов'язаних з реалізацією проекту. Процес складання та управління фінансовим планом інвестиційного проекту прийнято називати *бюджетуванням інвестиційного проекту*.

У процесі бюджетування інвестиційного проекту варто врахувати:

- відповідність інвестиційної пропозиції стратегічним цілям компанії;
- часовий фактор та вартість капіталу при розгляді проекту;
- співвідношення ризику та доходності проекту;
- співвідношення інвестиційних витрат та вигод (прибутку) за проектом;
- максимальну вигоду від інвестиційної пропозиції;
- результати виконання робіт за проектом та співставлення їх із початковими очікуваннями (у процесі моніторингу проекту);
- вплив проекту на фінансовий стан компанії;
- розрахунок можливого грошового потоку за весь життєвий цикл проекту тощо.

Таким чином, капітальний бюджет показує, в якому обсязі і в які строки слід вкладати грошові кошти для придбання або створення основних активів підприємства. У бюджеті такі активи класифікують за видами, визначають обсяги та джерела їх фінансування та наводять необхідні обґрунтування (у вигляді інвестиційних розрахунків).

У великомасштабних проектах капіталовкладення можуть передбачатися на ряд років, а їх результати проявляються у довгостроковій перспективі (у вигляді притоку грошових коштів), що знаходить своє відображення у капітальному бюджеті. Тому нерідко виникає необхідність у розробці прогнозу стратегічного бюджету, що інтегрує елементи довгострокового планування інвестицій та бюджетного контролю. Він корисний у періоди невизначеності та нестабільності економічного середовища, що його оточує. У додатковому бюджеті передбачають фінансування заходів, які не були включені в основний бюджет.

Бюджет капітальних вкладень залежить від:

- майбутніх інвестиційних можливостей;
- доходності передбачених інвестицій;
- строку окупності інвестованих коштів;
- вибору моменту інвестування;

- рівня інвестиційних ризиків;
- фінансової стійкості забудовника – ініціатора проекту та його стану на ринку капіталу;
- технічного рівня виробництва підприємства-ініціатора проекту, наявність у нього незавершеного будівництва та невстановленого обладнання;
- грошово-кредитної політики держави тощо.

У процесі бюджетування виділяють ряд етапів: розгляд та затвердження ТЕО та кошторисної документації, розподіл відповідальності та повноважень, а також наступне супроводження (моніторинг) реалізації проекту. Якщо капіталовкладення перевищують встановлені межі (ліміти), то необхідно спеціальне затвердження керівництвом компанії. Проект, який не задовольняє очікуваним показникам або під впливом поточних обставин перестає бути необхідним, може бути призупинений. Доцільно також призупинити проект, коли показник «прибуток/інвестиційні витрати» свідчить про його нежиттєздатність. Кошти капітального бюджету, що вивільнюються, можуть бути направлені на реалізацію більш ефективних проектів.

Фінансовий менеджер інвестиційного проекту має скласти бюджет капітальних вкладень тільки після консультацій з інженерно-технічним персоналом даного підприємства. Не допускається придбання основних активів, якщо вони не передбачені у капітальному бюджеті. Після детального вивчення інформації фінансовий менеджер разом з проектним менеджером складають та затверджують капітальний бюджет на наступний рік та організують контроль за його виконанням.

Вихідною інформацією для складання капітального бюджету є:

- оперативний (календарний) план реалізації проекту;
- загальна стратегія та тактика фінансування інвестиційного проекту;
- кошторис витрат на виконання окремих видів будівельно-монтажних робіт, розроблених у розрізі окремих функціональних блоків оперативного плану;
- попередній графік грошового потоку, який складається на основі ТЕО та бізнес-плану проекту;
- фінансовий стан ініціатора проекту у поточному періоді та прогноз на майбутнє.

Мета планування капітальних витрат – забезпечення реалізації проекту у передбачених будівельними нормами та правилами обсягах, строках та технології. Оскільки обсяг та структура капітальних вкладень попередньо обґрунтовується в ТЕО проекту, то розрахунки цих витрат у бюджеті на майбутній період (квартал, рік) зводяться до наступного:

- 1) виділення із загальної маси капіталовкладень тої частки, яка відноситься до поточного періоду, що розглядається;
- 2) уточнення обсягу капітальних витрат поточного періоду, виходячи з вимог підрядника у зв'язку зі змінами у технології будівельно-монтажних робіт;
- 3) уточнення обсягу та структури капітальних вкладень у зв'язку з змінами цін у поточному періоді на будівельні матеріали, обладнання, транспортні послуги тощо;
- 4) уточнення початкового обсягу капіталовкладень з урахуванням фінансового резерву, передбаченого у договорі з підрядником на відшкодування непередбачених витрат.

Надходження коштів при розробці капітального бюджету включає приток грошових ресурсів у розрізі окремих джерел: власних, боргових та залучених. Тому процес розробки доходного розділу бюджету має включати наступні процедури:

- уточнення обсягу надходження коштів, який має відповідати сумарним капітальним вкладенням;
- уточнення джерел надходження коштів за структурою (внутрішні та зовнішні);
- забезпечення відповідності за часом потоку інвестиційних ресурсів з потоками капітальних витрат.

Багато підприємств часто мають справу не з окремими проектами, а з інвестиційним портфелем, який складається з декількох проектів. Відбір та реалізація проектів з цього портфелю здійснюється також у рамках розробки бюджету капітальних вкладень. Інвестиційні проекти, що входять до портфелю, ранжують у капітальному бюджеті виходячи з стратегічної важливості для підприємства та прибутків, що вони генерують. При плануванні капітальних вкладень слід враховувати особливості галузі (сфери бізнесу) та характеру діяльності підприємства. Контроль здійснюють шляхом порівняння бюджетних та фактичних параметрів капіталовкладень.

Більша частина проектів за капітальними вкладеннями ініціюється технічними спеціалістами, і тому має затверджуватися вищим керівництвом компанії. Менеджери операційного рівня класифікують проекти на абсолютно необхідні у даному прогнозованому періоді та на не особливо важливі, реалізацію яких можна відкласти на майбутнє.

Капітальні вкладення класифікують та бюджетують стосовно потреби в них, результату та виконання. Вони можуть бути необхідними та бажаними. У випадку незначних капіталовкладень правом затвердження капітального бюджету можуть наділитися керівники підрозділів або філій підприємства.

Теоретично у бюджет можна включати всі проекти, що задовольняють критеріям відбору, прийнятим на даному підприємстві [3, с.198]. На практиці задача суттєво ускладнюється внаслідок урахування ряду вихідних передумов:

- 1) проекти можуть бути, як незалежними, так і альтернативними;
- 2) включення наступного проекту у капітальний бюджет передбачає пошук джерел його фінансування (власних та зовнішніх);
- 3) вартість капіталу (capital costs, CC), що використовується для оцінки проектів на предмет включення їх у бюджет, може бути різною, бо залежить від рівня ризику, що генерується тим чи іншим проектом. Чим більше рівень ризику за проектом, тим вище і ціна капіталу, що залучається;
- 4) з ростом обсягу капіталовкладень ціна капіталу може підніматися (наприклад внаслідок необхідності залучення позичкових коштів), тому число проектів, які приймаються до реалізації, обмежено інвестиційними можливостями підприємства;
- 5) існує ряд обмежень за ресурсними та часовими параметрами, які доцільно враховувати при складанні капітального бюджету. Деякі із обмежень врахувати у процесі бюджетування досить складно. Наприклад, це стосується врахування фактору взаємозалежності та заміщення, можливого дострокового припинення того чи іншого проекту, часової та просторової варіації інвестиційного ризику тощо.

У результаті часто спрощують ситуацію, пов'язану з аналізом та оцінкою проектів через: використання єдиної ставки дисконтування, (наприклад, використавши середньозважену ставку вартості капіталу WACC); віднесення проектів до однакового класу ризиків; ігнорування різних строків проектів і т.д. [5, с.337].

На практиці використовують два основних підходи до розробки бюджету капітальних вкладень: перший з них базується на критерії норми доходності проекту (IRR), інший на критерії чистої приведеної вартості проекту (NPV).

Зміст першого підходу наступний – усі доступні проекти ранжують за зниженням IRR, далі їх відбирають для реалізації, враховуючи наступне правило: внутрішня норма доходності інвестицій має бути більше вартості інвестованого капіталу або $IRR > CC$.

Включення нового проекту у портфель потребує додаткових джерел фінансування, і перш за все власних коштів. На практиці можливості підприємства щодо мобілізації власних коштів обмежені. Тому розширення інвестиційного портфелю призводить до необхідності залучення зовнішніх джерел фінансування (переважно з ринку капіталу). Тим самим змінюється структура інвестованого капіталу за рахунок частки боргових коштів.

Підвищення фінансового ризику, за умови залучення боргових коштів у підприємства, приводить до збільшення ціни вкладеного у проект капіталу. Тому виникає дві протилежні ситуації: в міру розширення інвестиційного портфелю внутрішня норма доходності проектів (IRR) зменшується, і навпаки, вартість інвестованого капіталу (CC) підвищується.

На практиці можлива ситуація, коли число проектів, включених у портфель, велике, тоді можливий момент за якого IRR наступного проекту стане нижче вартості капіталу. Тому включати його в інвестиційний портфель для підприємства є недоречим.

Інший підхід до складання бюджету капіталовкладень базується на критерії чистої приведеної вартості (NPV). За відсутності яких-небудь обмежень процедура розрахунку наступна:

- 1) встановлюють значення ставки дисконтування – загальне для всіх проектів або індивідуальне для кожного проекту (за ціною джерела фінансування);

- 2) визначають величину чистої приведеної вартості проекту (NPV);
- 3) всі незалежні проекти (за наявності джерел покриття) з $NPV > 0$ включають до інвестиційного портфеля;
- 4) з альтернативних проектів вибирають проект з максимальним значенням NPV.

Якщо присутні обмеження тимчасового або ресурсного характеру, то методика розрахунку ускладнюється, оскільки виникає проблема оптимізації бюджету капіталовкладень.

У процесі бюджетування інвестиційних проектів неабиякого значення надають його оптимізації, бо головна причина виникнення обмежених інвестиційних можливостей полягає у тому, що окремі підприємства не бажають залучати зовнішні джерела фінансування. Аргументи можуть бути різними. Одні керівники, знаючи про високу ціну довгострокових кредитів, не можуть ними скористуватися, оскільки мають низький кредитний рейтинг на ринку позикового капіталу. Інші, не маючи вагомих заперечень проти емісії корпоративних облігацій, можуть виступати проти випуску акцій через побоювання втратити частину голосів в управлінні підприємством. Треті вважають за краще відмовитися від будь-якої форми зовнішнього фінансування, вважаючи, що безпека і контроль над фірмою важливіші за додатковий прибуток. Ці ситуації пов'язані з необхідністю оптимізації плану капітальних вкладень. Отже, необхідність оптимізації капітального бюджету виникає у тому випадку, коли є декілька привабливих проектів, але існують ресурсні обмеження. У такому разі відбирають проекти з максимальним сумарним значенням чистої приведеної вартості (NPV). Далі розглянемо найбільш типові ситуації, що вимагають оптимізації капіталовкладень.

Найбільш поширений варіант – *просторова оптимізація*. Під цією оптимізацією розуміють рішення задачі, що направлене на отримання максимального сумарного приросту капіталу при наявності ряду незалежних проектів, вартість яких вище грошових ресурсів, що є у інвестора. Умовами здійснення просторової оптимізації є:

- загальна сума інвестиційних ресурсів на конкретний період (рік) обмежена керівництвом підприємства;
- присутній набір незалежних проектів з сумарним обсягом капіталовкладень, що перевищує наявні у підприємства фінансові ресурси;
- необхідно скласти інвестиційний портфель, який максимізував би можливий приріст капіталу.

Найпростіше рішення – включити у портфель всі проекти, що мають максимальну величину NPV. Проте якщо число даних проектів велике, а загальний капітальний бюджет обмежений, то скласти оптимальний портфель проблематично. Виходячи з того, чи піддаються дробленню конкуруючі проекти, існують різні способи рішення даної задачі. Розглянемо їх детальніше.

Найпростіша ситуація – проекти піддаються дробленню. При нагоді дроблення проектів передбачається реалізувати деякі з них в повному обсязі, а інших – частково. Відносно останніх приймається до розгляду відповідна частка інвестицій і грошових надходжень. Загальна сума капіталовкладень, направлена на реалізацію проектів, не може перевищувати затверджений керівництвом підприємства ліміт грошових ресурсів.

Послідовність дій інвестора наступна:

- 1) для кожного проекту встановлюють індекс прибутковості (PI);
- 2) проекти ранжують за ступенем убунання параметра PI;
- 3) до реалізації приймають перші n проектів, вартість яких у сумі не перевищує затверджений ліміт капіталовкладень;
- 4) черговий проект включають до портфелю не в повному обсязі, а в сумі залишку коштів, у межах якого він може бути профінансований.

Слід підкреслити, що політика оптимізації капіталовкладень, виражається у навмисній відмові від проектів з позитивним значенням NPV, не є виправданою, якщо компанія прагне до максимального задоволення добробуту акціонерів. Не дивлячись на наявність методів лінійного програмування, що допомагають знайти рішення в певних ситуаціях, їх застосування не дозволяє подолати негативні наслідки дефіциту інвестиційних ресурсів. На практиці існує більш прийнятний спосіб вирішення ситуації, коли необхідна оптимізація бюджету капітальних вкладень. Зазвичай до лімітування обсягу інвестицій вдаються у тому випадку, коли підприємство стикається з нестачею ліквідних засобів для здійснення поточних господарських операцій, та спробує залучити інвестиційні ресурси понад встановленого ліміту. Наприклад, відсоткова ставка за кредит може зрости при спробі збільшити частку позикових засобів у джерелах фінансування капіталовкладень. Подібну ситуацію можна раціонально контролювати у міру збільшення первинної ціни капіталу за рахунок мобілізації додаткових позикових джерел фінансування інвестицій.

На практиці гранична ціна капіталу (MCC) унаслідок перевищення деякої величини залучених в оборот зовнішніх джерел фінансування проектів різко зростає. Значення MCC доцільно використовувати як ставку дисконтування для визначення чистого приведеного ефекту (NPV) інвестиційного проекту.

У процесі оптимізації бюджету інвестиційного проекту, особливої уваги слід приділяти аналізу його виконання, який проводять після відповідного вивчення та оцінки операційних і фінансових бюджетів. Це обумовлено тим, що відхилення у фінансових бюджетах визначаються як поточною господарською діяльністю, так і вкладеннями у поза оборотні активи. Останні здійснюють за рахунок як накопиченого прибутку (чистого прибутку), так і засобів, залучених з ринку капіталу (довгострокових кредитів і позик). В процесі аналізу доцільно зіставити плановий і фактичний баланс інвестицій за розрахунковий період і встановити причини можливих відхилень.

Ефективність інвестицій планується в рамках довгострокового бюджету на один-три роки. В рамках короткострокового бюджету (на квартал) підхід до аналізу інвестицій здійснюють через параметри освоєння капіталовкладень, тобто оцінюються витрати грошових коштів з метою інвестування. Це приводить до імобілізації частини оборотних активів і зниження ліквідності балансу підприємства.

Одночасно капітальний бюджет в рамках короткострокового періоду впливає на доходи та витрати за рахунок:

- 1) реінвестицій – можливого продажу об'єктів незавершеного будівництва та основних засобів;
- 2) амортизаційних відрахувань як частини витрат виробництва;
- 3) підвищення частки чистого прибутку за рахунок введення в дію нових виробничих об'єктів або модернізації потужностей, що діють.

Слід підкреслити, що при аналізі виконання капітального бюджету фіксують також змінені витрати по упущеному прибутку від зриву введення у дію запланованих потужностей протягом року.

Висновки. Провівши дослідження, приходимо до висновку, що виконання капітального бюджету впливає як на поточний фінансовий стан підприємства, так і на кінцевий фінансовий результат. Ефект, що надається на фінансовий стан підприємства, визначається двома чинниками: відхиленням величини освоєння засобів за капіталовкладеннями, що впливає на ліквідність балансу та відхиленням величини позикових джерел фінансування, які залучаються зі сторони. Зменшення витрачання засобів на інвестиційні цілі у порівнянні з бюджетними обмеженнями робить двоякий вплив на фінансово-господарську діяльність підприємства, а саме: збільшує коефіцієнт абсолютної ліквідності (за умови зростання залишку готівки на розрахунковому рахунку на кінець бюджетного періоду у порівнянні із початковим); приводить до недоотримання прибутку за рахунок неповного введення в дію виробничих потужностей та об'єктів.

Сукупний ефект виконання капітального бюджету (як за величиною освоєння засобів, так і за вартістю зданих в експлуатацію об'єктів) виражається наступними параметрами:

- зростанням (зниженням) чистого прибутку;
- зміною (зниженням або приростом) капітальних активів (основних засобів або незавершеного будівництва);
- зміною величини довгострокових зобов'язань у пасиві балансу підприємства;
- зміною частки оборотних активів (приростом або зниженням залишку грошових коштів на розрахунковому рахунку).

Таким чином, аналіз виконання капітального бюджету представляє інтерес для керівництва підприємства з позиції забезпечення фінансової стійкості і досягнення бажаного фінансового результату від ефективного реалізації інвестиційного проекту.

Список використаних джерел

1. Білик М. Д. Бюджетування у системі фінансового планування //Фінанси України. – 2003. - №3. -С. 97-109.
2. Бочаров В. В., Леонтьев В. Е. Корпоративные финансы: Управление капиталом. Планирование инвестиций. Бюджетирование. – СПб.: Питер, 2004.
3. Бочаров В. В., Финансовый инжиниринг. – СПб.: Питер, 2004.
4. Брейли Ричард, Майерс Стюарт. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997. – 1120с.
5. Бригхем Ю., Гепенски Л. Финансовый менеджмент. Полный курс: Пер. с англ. // Под ред. В.В. Ковалева. СПб.: Экономическая школа, 1997.
6. Вініченко М.М. Оцінка ризику в бюджетуванні // Фінанси України. – 2003. – № 7. – С. 90-96
7. Горбунов А.Р. Управление финансовыми потоками и организация финансовых служб предприятий, региональных администраций и банков. Схеми финансовьк операций. Бюджетирование й контроль. Финансовая автоматизация. – М.: АНКІЛ, 2000.
8. Дикки Т. Бюджетирование малого бизнеса. Азбука предпринимательства. – СПб.: Бизнес-Микро, 19
9. Ковалев В. В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 512с., ил.
10. Партин Г. О. Бюджетування у системі управління витратами підприємства // Фінанси України. – 2003. - №5. – С. 50-53.
11. Самочкин В.Н. Гибкое развитие предприятия: Эффективность и бюджетирование. - М.: Дело, 2002. – 376 с.
12. Хруцкий В.Е., Сизова Т.В., Гамаюнов В.В. Внутрифирменное бюджетирование: Настольная книга по постановке финансового планирования. – М.: Финансы й статистика, 2004.
13. Шим Д.К., Сигел Д.Г. Основы коммерческого бюджетирования: Пер. с англ. – СПб.: Азбука, 2001. – 496 с.
14. Щиборщ К.В. Бюджетирование деятельности промышленных предприятий России. – М.: Издательство "Дело и сервис", 2001. – 544 с.

Стаття надійшла до редакції 17.08.2011 р.



ТОВ "ДКС Центр"