

УДК 658.152:005.21:330.322.5

О. М. Теліженко,
д. е. н., професор, Сумський державний університет
Ю. О. Мирошниченко,
асистент, Сумський державний університет

ПРОГНОЗУВАННЯ ПРИБУТКОВОСТІ КАПІТАЛУ ЯК ПЕРЕДУМОВА ФОРМУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ СТРАТЕГІЇ ПРОМИСЛОВИХ ПІДПРИЄМСТВ

Стаття присвячена розвитку теоретичних, науково-методичних та практичних положень оцінки та прогнозування прибутковості капіталу як інструменту формування інвестиційної стратегії підприємства, спрямованої на підвищення конкурентоспроможності та ефективності розвитку підприємства.

The article is devoted to the problem of developing theoretical, scientific, methodological and practical aspects of estimation and forecasting of the return on invested capital. These could be a tool for development of an investment strategy, that is directed to increasing enterprise' competitiveness and efficiency.

Ключові слова: капітал, прибутковість, інфляція, інвестиційна стратегія, ефективність.
Key words: capital, profitability, inflation, investment strategy, efficiency.

АКТУАЛЬНІСТЬ ПРОБЛЕМИ

Формування інвестиційної стратегії промислових підприємств України є важливим прикладним економічним завданням, виходячи з ряду об'єктивних причин. В умовах підвищення рівня конкуренції та збитковості підприємств, невизначеності та динамічності зовнішнього середовища, розширення можливостей інвестиційної діяльності, появи нових форм її фінансування, з одного боку, та загострення проблеми обмеженості ресурсів — з іншого, особливо актуально постає вирішення завдання розробки механізму та ефективного інструментарію для оцінки і прогнозування прибутковості капіталу з метою прийняття інвестиційних та стратегічних рішень, спрямованих на підвищення конкурентоспроможності та ефективності розвитку підприємства.

Дослідженням сутності та природи виникнення прибутку на капітал й параметрів його оцінки присвячені роботи О. Бланка, А. Дайле, В. Ковальова, Б. Коласса, А. Мертенса, Е. Негашева, Д. Хана, Л. Чорної, А. Шеремета. Формування інвестиційної стратегії промислових підприємств детально розглянуто в наукових працях С. Александрою, Н. Алексеєва, Р. Акоффа, А. Градова, В. Герасимчука, С. Ілляшенка, М. Круглова, В. Ляшенка, Л. Мельника, Г. Мінцберга, Н. Непогодіна, В. Немцова, М. Портера, Н. Шевченко. Фундаментальні аспекти управління прибутковістю капіталу розроблялися І. Бойчиком, Л. Дзюбенко, І. Зятковським, В. Опарінім, М. Фетодовою, А. Шереметом.

Відаючи належне науковій та практичній значущості праць названих авторів, необхідно відзначити, що певне коло завдань щодо концептуального та методичного обґрунтування інвестиційної діяльності підприємств є недостатньо розвинутих. У працях значну увагу приділено проблемам застосування традиційних підходів до аналізу ефективності інвестованого капіталу. В [1] нами була приведена їх порівняльна характеристика з виділенням позитивних та негативних сторін. Існує проблема "технічного" підходу до вирішення завдань інвестиційного і фінансового аналізу без аналітичного виявлення взаємозумовленості економічних процесів у макро- і мікросередовищі. Крім того, зазвичай основу формування інвестиційної стратегії підприємства складає відбір, ранжування та оцінка ефективності інвестиційних проєктів. Однак, на наш погляд, головним інструментом розробки інвестиційної стратегії має бути оцінка і прогнозування прибутковості інвестованого капіталу з урахуванням впливу

макroeкономічних, галузевих та мікroeкономічних факторів. При цьому інструментарій оцінки і прогнозування прибутковості не повинен бути пасивним, а має бути спрямованим на автоматичне моделювання вихідних параметрів для підвищення віддачі, який оптимізує як соціальний, так і економічний ефект.

ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Метою статті є системний розвиток теоретичних, науково-методичних та практичних положень оцінки та прогнозування прибутковості капіталу як інструменту формування інвестиційної стратегії підприємства, спрямованої на підвищення конкурентоспроможності та ефективності розвитку підприємства.

ОСНОВНІ РЕЗУЛЬТАТИ ДОСЛІДЖЕННЯ

Інвестиційна стратегія промислового підприємства є системою довгострокових узагальнених планів управління капіталом. Ефективне, науково обґрунтоване формування інвестиційної стратегії передбачає аналіз і прогнозування прибутковості капіталу підприємства з урахуванням змін макро-, мезо- і мікroeкономічних процесів. На рис. 1 відображена система факторів, що впливає на прибутковість капіталу підприємства, та їх причинно-наслідковий зв'язок. Стрілками позначено напрямки впливу факторів один на одного. Вважаємо за доцільне виділити окремо вплив інституційного середовища та циклічності економічних процесів на систему представлених факторів.

На наш погляд, першопричиною ситуації, що склалася на промислових підприємствах та в економіці України зокрема, є недосконала система взаємовідносин між економічними суб'єктами та історично створена неефективність інституційних рамок українського суспільства. Недосконалість інституційного середовища є одним з головних факторів, що гальмує економічне зростання та конкурентоспроможність підприємств України, призводить до виникнення псевдоринкових відносин та диспропорцій фіскального характеру, створює нерівні правила гри для різних суб'єктів господарювання. Дослідження впливу інституційного середовища дозволяє відійти від обмежувальних передумов (аксіом повної раціональності, досконалої конкуренції, абсолютної інформованості) та розглянути реальні економічні процеси та зв'язки більш глибоко, комплексно та всебічно.

Циклічність економічних процесів є найважливішим чинником економічної динаміки та має великий вплив на підприєм-

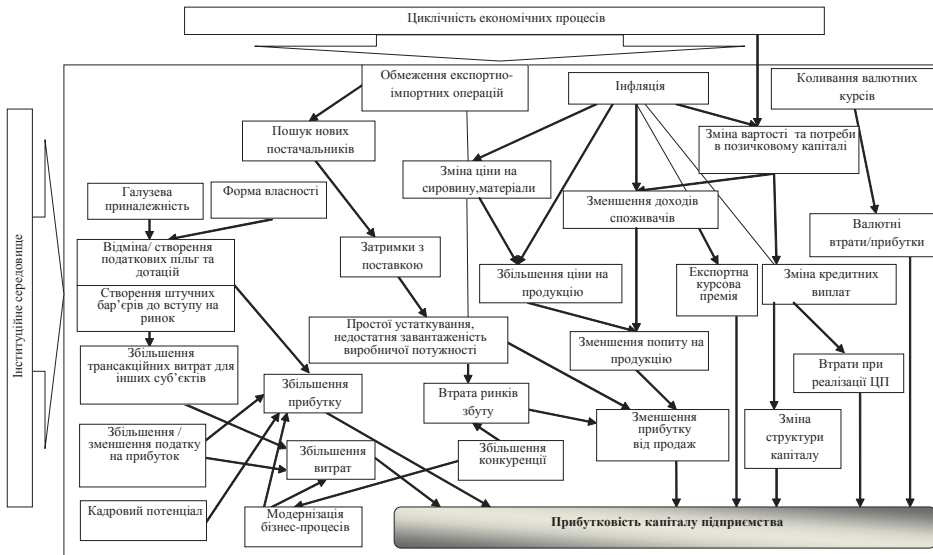


Рис. 1. Причинно-наслідкові зв'язки між факторами, що впливають на прибутковість капіталу

ства хімічного виробництва, на підприємства з виробництва машин й устаткування. Варто зазначити, що узагальнена схема факторів ілюструє можливі основні фактори впливу, однак в кожному конкретному випадку реалізації того чи іншого інвестиційного проекту підприємства кількість факторів, їх видів, а також зв'язків між ними буде різною.

Наступним важливим фактором впливу на прибутковість капіталу, який також потребує детальнішого дослідження, є інфляційні процеси. Незважаючи на негативний вплив на процес відтворення, інфляція неоднаково впливає на різні підприємства. Багато в чому це залежить від становища підприємства на ринку. Так, монополісти навіть певною мірою виграють від інфляції. Дуже суперечливим є вплив інфляції на грошово-розрахункові операції підприємства. Наприклад, наявні грошові кошти і дебіторська заборгованість у міру знецінення грошової одиниці частково втрачають свою вартість, що призводить до реальної втрати підприємством частини своїх оборотних коштів. У той же час грошові зобов'язання підприємства, якщо вони зафіксовані в гривні без перерахування на ріст цін, в умовах інфляції зменшуються, що, безумовно, вигідно підприємству.

Важливість урахування інфляції в моделі зумовлена тим, що інфляційні процеси безпосередньо впливають на ринкову вартість капіталу і реальну прибутковість інвестицій. Однак основна небезпека інфляції полягає не в її величині, а в її непередбачуваності.

Вважаємо найбільш прийнятними для дослідження впливу

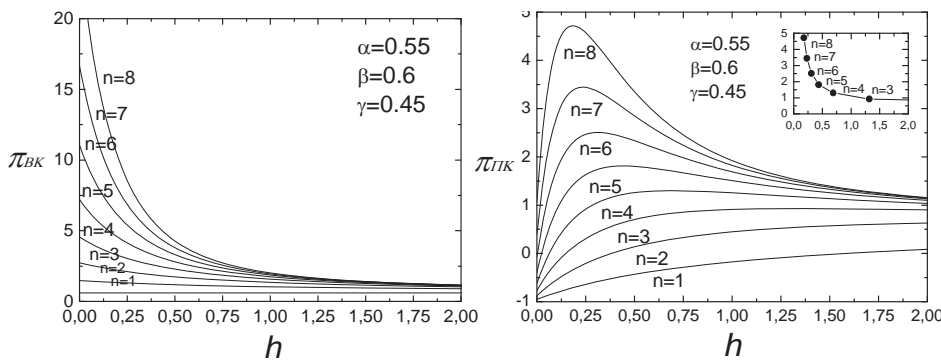


Рис. 2. Вплив інфляції (h) на прибутковість власного (π_{BK}) та позичкового капіталу (π_{PK}) (при α – вартість позичкових коштів, яка характеризується величиною річної процентної ставки; γ – процент річних при реінвестуванні прибутку; β – річна норма прибутку проекту; h – індекс інфляції)

інфляційних процесів на прибутковість капіталу методичні підходи, викладені в [1; 2], адже вони дозволяють вирішити питання про прибутковість або збитковість вкладення власного і позичкового капіталу з можливістю аналізу факторів, що впливають на дані показники в межах конкретного інвестиційного проекту. Модель в певному сенсі аналогічна показнику чистої поточної вартості. Відмінність, зокрема, полягає в тому, що оцінка грошового потоку, що генерується інвестиційним проектом, приводиться не до початку робіт з його здійснення, а до моменту завершення проекту. Це дозволяє не тільки вирішити питання про прибутковість або збитковість даного проекту, але і визначити величину прибутку, яка буде отримана за весь період його реалізації.

Нами було розглянуто вплив критичних параметрів моделі періоду реалізації інвестиційного проекту (n), проценту річних при реінвестуванні прибутку; вартості позичкових коштів, яка характеризується величиною річної процентної ставки (α) та рівнем інфляції (h) на прибутковість власного (π_{BK}) та позичкового капіталу (π_{PK}) при їх використанні для фінансування інвестиційного проекту. Зроблені наступні висновки.

1. Реальна прибутковість власних коштів під впливом інфляції падає при будь-яких (використаних у розрахунках) значеннях періоду реалізації інвестиційного проекту, ставки реінвестування і процентної ставки за кредит. Як видно з рис. 2 (а), зниження прибутковості власних коштів тим більше, чим вищим є рівень інфляції. Причому при більш значних термінах експлуатації проекту вплив інфляції позначається сильніше.

2. Реальна прибутковість позичкових коштів, інвестованих в проект, зростає при низьких значеннях індексу інфляції, проте при подальшому зростанні інфляції прибутковість позичкових коштів починає зменшуватися (рис. 2 (б)). Таким чином, існує оптимальний рівень інфляції (h), за якого величина прибутковості позичкових коштів досягає свого максимального значення.

Дане явище можна пояснити з двох позицій:

а) при низьких рівнях інфляції швидкість генерації інвестиційним проектом маси грошових коштів (під впливом зростання інфляції) вище швидкості росту відсотків по кредиту. При подальшому збільшенні індексу інфляції співвідношення вказаних швидкостей змінюється на протилежне;

б) вплив ефекту податкового щита.

3. Чим більш тривалим є термін експлуатації проекту, тим при менших значеннях інфляції досягається максимальне значення прибутковості позичкових коштів. При періоді реалізації проекту рівному 1 рік функція прибутковості позичкового капіталу, безперервно зростаючи, прагне на нескінченності до асимптоти, рівної параметру β (нормі прибутковості проекту), де і досягається її оптимальне (максимальне) значення. Відповідно до розрахунків, зображених на рис. 3, при досягненні параметром β деякого кри-

тичного значення функція стає виродженою і поведінку кривої прибутковості позикового капіталу змінюється: зростання даного показника падає при будь-яких значеннях рівня інфляції, оптимуму параметра h не спостерігається.

Аналіз впливу інфляції на ефективність проекту дозволяє зробити висновок про те, що зазначене явище має складний характер і в залежності від конкретних умов реалізації проекту може розглядатися як позитивний чи негативний фактор інвестиційної діяльності.

Крім переваг, дана модель має і ряд обмежувальних недоліків. Головним є обмежена кількість факторів, що впливає на прибутковість капіталу підприємства.

Як показує практика, лише економіко-математична модель дає можливість враховувати та прогнозувати не тільки процеси, що відбуваються всередині організації, але і вплив зовнішніх чинників. Іншою важливою перевагою економіко-математичної моделі є її можливість відображати причинно-наслідкові зв'язки між вартістю активів і результатами діяльності організації.

Для оцінки та прогнозу прибутковості капіталу підприємства побудуємо кореляційно-регресійну модель.

В якості показника прибутковості капіталу приймемо коефіцієнт віддачі на капітал (ROCE, return on capital employed, rate of return on investors capital). ROCE є найбільш важливим показником загальної ефективності управління, тому що він показує відношення результатів діяльності компанії до загальної кількості вкладеного капіталу. Він використовується як міра прибутковості, яку приносить компанія на вкладений капітал. Зазвичай це необхідно для порівняння ефективності роботи у різних видах бізнесу і для оцінки того, генерує компанія достатньо прибутку, щоб виправдати вартість залучення капіталу. ROCE комплексно відображає ступінь ефективності використання матеріальних, трудових і грошових ресурсів, ноу-хау, а також природних ресурсів.

В якості факторів впливу на прибутковість капіталу підприємств хімічної галузі були вибрані наступні показники за 2001—2009 рр.:

— макропоказники: $infI$ — інфляція, %; CI — індекс конкурентоздатності України (дані були взяті з щорічних звітів Світового економічного форуму "Глобальний індекс конкурентоспроможності [3]), II — індекс розвитку інститутів [3].

— показники діяльності підприємства: $EBIT$ — операційний прибуток; $Gear$ — співвідношення позикового капіталу до власного; FA — фіксовані активи; IA — нематеріальні активи; SF — акціонерний капітал підприємства.

Кореляційно-регресійна модель має вигляд:

$$y = -24,66 + 0,75EBIT + 0,44 Gear + 0,81FA + 0,52 IA + 86 SF + 0,55 infI + 0,45CI + 0,64II$$

За допомогою побудованої кореляційно-регресійної моделі було розраховано прогнозне значення прибутковості капіталу підприємств хімічної галузі, крім цього представлені оптимістичний та песимістичні сценарії розвитку.

Оптимістичний сценарій розвитку можливий лише за умови:

— технічного переозброєння з запровадженням енерго- та ресурсозберігаючих технологій, модернізації виробництва з метою поліпшення екологічного середовища, використання відходів виробництва як вторинної сировини;

— стимулювання всіх виробництв, продукція яких насичена сучасними досягненнями техніки, системами управління, інтелектуальним змістом;

— розширення випуску конкурентоспроможної продукції за якістю і ціною; освоєння нових світових ринків поставок продукції;

— здійснення фінансового оздоровлення підприємств, підвищення їх інвестиційної привабливості;

— принципового піднесення якості національної інституційної системи, у тому числі й у сфері відносин власності;

— узгодження та інтеграції всіх елементів економічного розвитку на новому якісному рівні.

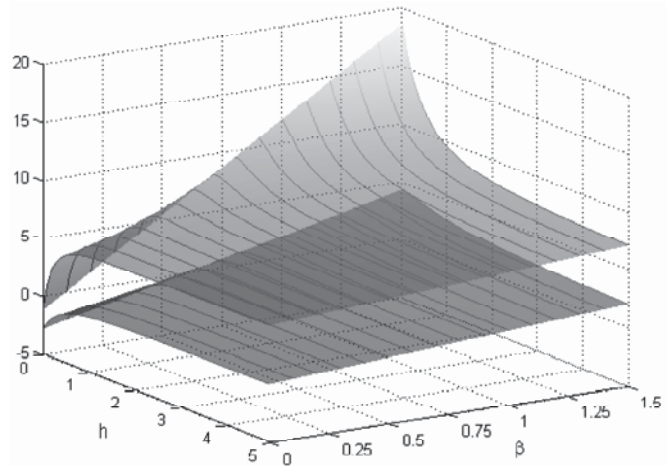


Рис. 3. Аналіз прибутковості позикових коштів з урахуванням зміни рівня інфляції і норми прибутковості проекту ($\gamma = const, \alpha = const$)



Рис. 4. Прогноз прибутковості капіталу хімічної галузі

ВИСНОВКИ

На сучасному етапі реформування національної економіки одним з ключових завдань є переорієнтація промислових підприємств на інвестиційно-інноваційний розвиток. Інвестиційна стратегія відіграє провідну роль у визначенні конкурентних позицій, оскільки в умовах нестабільного ринкового середовища досягти підйому та зростання обсягів виробництва, підвищити продуктивність праці, забезпечити ефективний розподіл і використання ресурсів стає можливим завдяки впровадженню нових форм і методів управління капіталом. У той же час ефективна реалізація інвестиційної стратегії можлива лише внаслідок використання інструменту оцінки та прогнозування прибутковості капіталу.

Література:

1. Телиженко А.М., Мирошніченко Ю.А. Управление инвестициями фирмы: исследование доходности собственного и заемного капитала / А.М. Телиженко, Ю.А. Мирошніченко // Проблемы и перспективы развития банковской системы Украины: Сборник научных трудов. — Сумы: УАБД НБУ, 2006. — Т. 17. — С. 31—39.
2. Савчук А.В. Анализ эффективности инвестиционных проектов и экономических условий их реализации / А.В. Савчук. — Одесса: Институт проблем рынка и экономико-экологический исследований НАН Украины, 2000. — 176 с.
3. Global Competitiveness Reports [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.weforum.org>. — Загол з екрану. Стаття надійшла до редакції 14.12.2010 р.