

**Ключевые слова:** система государственного инвестиционного кредитования, инвестиционная активность, налоговый инвестиционный кредит, мониторинг, контроль, управление.

**Styrska O. I.**

***Improving of management of system of public investment lending in Ukraine***

*The essence of public investment lending as an object of control was investigated in the paper. It was proposed ways of improving the management system of public investment lending. It was reasoned the need for the state stimulation investment banking activity and attracting banks in private-public investment lending. Foreign experience using investment tax credit was analyzed. It was discovered the need of controlling and monitoring the activities system of public investment lending in Ukraine, that could increase efficiency of its management.*

**Key words:** system of public investment lending, investment activity, investment tax credit, monitoring, control, management.

Стурська Ольга Ігорівна – аспірант Університету банківської справи Національного банку України (м. Київ).

УДК 330.332.003.13:334.7

*Л. О. Шкварчук*

## **КОНЦЕПЦІЯ ОЦІНЮВАННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПОЛІТИКИ ПІДПРИЄМСТВА НА ЗАСАДАХ АНАЛІЗУ ГРОШОВИХ ПОТОКІВ**

*Досліджено особливості застосування характеристик грошових потоків для оцінювання ефективності інвестиційної політики підприємства. Визначено часові та вартісні співвідношення елементів грошових потоків, сформовано математичні засади розрахунків якісних і кількісних показників доцільності інвестування.*

**Ключові слова:** чистий грошовий потік, зсув фаз грошових потоків, потенціал грошових потоків.

**Постановка проблеми** В умовах дефіцитності та високої вартості фінансових ресурсів особливої актуальності набуває проблема формування ефективної інвестиційної політики підприємства, яка здатна була б створила передумови розвитку суб'єкта господарювання, не порушуючи при цьому

---

© Л. О. Шкварчук, 2013

стабільності його стану. Реалізація окремого інвестиційного проекту чи цілого комплексу заходів щодо оновлення чи розширення виробництва завжди є фактором, що спричиняє розбалансованість налагоджених операційних процесів підприємства. Крім того, здійснення інвестиційної діяльності спричиняє зміни характеристик основних економічних і фінансових результатів діяльності суб'єкта господарювання. Усе це є причиною інертності інвестиційної діяльності. Для розв'язання проблеми низької здатності та піддатливості підприємства до реалізації проектів інвестиційного розвитку необхідним є розроблення нових підходів оцінювання адекватності інвестиційної політики підприємства викликам сучасного ринкового середовища і внутрішнього стану підприємства.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Проблеми активізації інвестиційної діяльності підприємств, а також можливості вдосконалення методики оцінювання ефективності її здійснення активно вивчають вітчизняні і зарубіжні вчені. Основні результати досліджень цієї тематики опубліковані у працях І. А. Бланка, В. М. Власової, А. Ф. Гойка, В. В. Ковальова, І. В. Ліпсица, А. А. Пересади, В. П. Савчука та інших. Проте здебільшого дослідження стосуються аналізування ефективності окремих інвестиційних проектів. Тоді як проблема оцінювання економічної ефективності інвестиційної політики підприємства в цілому залишається малодослідженою, що обмежує можливості системної діагностики стану підприємства.

**Цілі статті** полягають у формування системи методів і критеріїв оцінювання ефективності інвестиційної політики виробничого підприємства на засадах зіставлення грошових потоків від операційної та інвестиційної діяльності, що дасть можливість підвищити результативність діагностики фінансового стану підприємства.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Інвестиційна політика підприємства – це складна взаємообумовлена сукупність видів діяльності підприємства, спрямована на забезпечення його подальшого розвитку шляхом реалізації інвестиційних проектів або освоєння інвестиційних ресурсів. Оскільки метою розроблення інвестиційної політики є виявлення економічно доцільних напрямів розвитку виробництва, то одним з основних етапів її реалізації є моніторинг результативності інвестиційної політики з метою формування об'єктивної основи майбутніх продуктивних рішень.

У сучасній економічній літературі підходам оцінювання ефективності інвестиційної політики приділяється мало уваги. Здебільшого науковці спрямовують свої дослідження на формування системи знань щодо оцінювання ефективності реалізації окремих інвестиційних проектів, помилково ототожнюючи ефективність окремого заходу із загальною їхньою сукупністю. У той же час саме результативність інвестиційної політики в цілому є фактором, що

формує привабливості підприємства для інвесторів і контрагентів, а відтак фактором поточної та потенційної його конкурентоспроможності.

Ускладнює проблему оцінювання ефективності інвестиційної політики підприємства не лише диспропорція в елементах аналізу, а й нерозробленість методики досліджень. В арсеналі науковців існує значна кількість методів оцінки, але здебільшого вони ґрунтуються на використанні очікуваного прибутку. Проте прибуток не завжди є об'єктивним інструментом відображення реального стану справ. У науковій літературі така ситуація описується поняттям «парадокс прибутку» – підприємство може не мати грошових коштів, але мати прибуток, або мати грошові кошти, але за відсутності прибутку [1]. Методика дисконтування майбутніх прибутків, запроваджена І. Фішером ще у 30-х роках ХХ століття, не дає можливості розв'язати всі проблеми, пов'язані з різними періодами витрачання інвестиційних ресурсів та отримання інвестиційних доходів. Усе це спонукає до розроблення нових ефективних методів оцінювання результативності інвестиційної політики.

Одним із найбільш ефективних таких методів є оцінювання на основі аналізу грошових потоків підприємства [2]. У цілому підхід до оцінювання ефективності на основі аналізу грошових потоків відомий в економічній літературі як метод *Cash flow*. А. М. Хіл Лафурте визначає *Cash flow* як «потік вільних грошових коштів», розглядаючи його як надходження і витрачання грошових ресурсів за визначений період [3]. Проте застосування методу *Cash flow* у такому трактуванні має суттєві недоліки, оскільки пропонується формула для розрахунку містить суму чистого прибутку, амортизаційних відрахувань, скоригованих на зміну у величині робочого капіталу, запасів і дивідендних виплат. За такого визначення метод *Cash flow* корелює з методами дисконтування очікуваної величини чистого прибутку від реалізації інвестицій, а тому має ті ж недоліки, що й вони. Це формує підстави для пошуку альтернативних варіантів визначення та розрахунку грошових потоків.

Оскільки, як стверджує О. О. Терещенко, грошовий потік характеризує здатність підприємства забезпечити операційну діяльність та планові інвестиції [4], то найбільш придатним для оцінювання ефективності інвестиційної політики підприємства є трактування грошового потоку як суми надходжень і виплат грошових ресурсів розподілених у часі та просторі. Різниця сум надходження і витрачання грошових коштів визначає чисті надходження грошових коштів, або чистий грошовий потік (ЧГП). При цьому необхідним є розмежування загального грошового потоку підприємства на три види, залежно від видів його діяльності:

- грошовий потік від операційної діяльності – надходження та витрачання грошових коштів на здійснення основної діяльності, що є предметом функціонування підприємства. На підприємстві, яке

ефективно працює, чистий грошовий потік від операційної діяльності повинен бути додатним;

- грошовий потік від інвестиційної діяльності – витрачання грошових ресурсів на реалізацію інвестиційних проектів і надходження коштів від здійснених інвестицій у попередні періоди. На ефективно працюючому підприємстві чистий грошовий потік від інвестиційної діяльності повинен бути від'ємним;
- грошовий потік від фінансової діяльності – надходження і витрачання грошових ресурсів у результаті змін величини та структури капіталу підприємства. На ефективно працюючому підприємстві чистий грошовий потік від фінансової діяльності може бути як додатним, так і від'ємним.

Грошові потоки підприємства мають певну функціональну залежність. Для етапу створення підприємства така залежність є строго визначеною: грошові потоки від фінансової діяльності формують джерела фінансування інвестиційної діяльності та операційної діяльності. Тобто вихідний грошовий потік від фінансової діяльності є вхідним грошовим потоком для інвестиційної та операційної діяльності. На цьому етапі грошові потоки є балансотвірними – у процесі здійснення фінансової діяльності формуються пасиви, а інвестиційної діяльності – активи.

Якщо знехтувати втратами сум грошових коштів, яка споживається у процесі забезпечення здійснення кожного виду діяльності, то на етапі створення підприємства загальне рівняння залежності грошових потоків буде таким:

$$ГП_{\text{фін}} = ГП_{\text{інвест}} + ГП_{\text{операц}} \quad (1)$$

де  $ГП_{\text{фін}}$  – надходження коштів від фінансової діяльності;  
 $ГП_{\text{інвест}}$  – видатки грошових коштів на інвестиційну діяльність;  
 $ГП_{\text{операц}}$  – видатки грошових коштів на операційну діяльність.

Проте рівність (1) виконується лише на первинному етапі функціонування. На більш пізніх стадіях життєвого циклу величини грошових потоків за різними видами діяльності не мають строгої рівності в конкретний проміжок часу. По-перше, відбувається так званий зсув фаз збігу грошових потоків.

Кошти, вкладені в інвестиційну діяльність, призведуть до отримання позитивного грошового потоку за операційною діяльністю лише через певний інтервал часу  $T_n$ . Це, зокрема, пов'язано з тим, що реалізація інвестиційного проекту відбувається впродовж деякого періоду ( $T_{\text{інвест}}$ ), а кошти від операційної діяльності надходять через період, який визначається тривалістю операційного циклу підприємства ( $T_{\text{операц}}$ ):

$$T_n = T_{\text{інвест}} + T_{\text{операц}}, \quad (2)$$

де  $T_n$  – інтервал зсуву фаз збігу грошових потоків за інвестиційною та операційною діяльністю.

Що меншим є відповідний зсув, то коротшим буде період фінансового циклу підприємства і вищою оборотність його капіталу. Це дає підстави стверджувати, що зазначений показник доцільно використовувати для непрямої оцінки ефективності інвестиційної політики підприємства, оскільки за ним можна проводити порівняльну оцінку ефективності альтернативних напрямів використання капіталу.

На пізніших етапах розвитку підприємства може відбуватися без додаткових вкладень капіталу: здійснивши одноразово вкладення в основні засоби, підприємство здатне формувати позитивний грошовий потік за операційною діяльністю впродовж певного періоду часу ( $T_{\text{експл}}$ ). Інтервал часу ( $T_{\text{експл}}$ ), протягом якого підприємство може отримувати позитивний грошовий потік за операційною діяльністю без додаткових капітальних вкладень, – це період позитивного потенціалу інвестиційної діяльності. Що довшим є цей період, то ефективнішою була первинна інвестиційна політика підприємства.

Отже, рівність грошових потоків від різних видів діяльності в конкретний проміжок має лише обліковий (математичний) зміст. Для розкриття економічного змісту таких потоків необхідним є коригування їх у часі через аналіз фаз зсуву періодів отримання відповідних величин. Проте для кількісної оцінки ефективності інвестиційної політики застосування показника інтервалу зсуву є недостатнім. Таку оцінку слід проводити на основі прямих показників ефективності, зокрема показників використання потенціалу грошових ресурсів.

Як зазначають учені, потенціал – це здатність системи забезпечувати її ефективне функціонування за наявності різних цілей [5]. Досить часто розкриття сутності такої системи здійснюється на основі ресурсної концепції – як сукупності необхідних для функціонування або розвитку різних видів ресурсів і зв'язків між ними. З урахуванням цього під потенціалом грошових ресурсів підприємства доцільно розуміти їхню здатність забезпечувати досягнення основної мети функціонування підприємства. Оскільки грошові потоки від кожного виду діяльності слугують різним проміжним завданням забезпечення функціонування підприємства, то доцільно визначати потенціал грошових ресурсів за окремими видами діяльності.

Завданням фінансової діяльності підприємства є формування джерел коштів для створення його активів. Тому здатність підприємства формувати певний обсяг основних засобів та оборотних коштів визначає потенціал грошових потоків від фінансової діяльності. Що більший обсяг активів генерували відповідні грошові потоки, то вищий їхній потенціал.

Завданням інвестиційної діяльності підприємства є забезпечення безперебійного здійснення операційної діяльності. Відповідно, здатність підприємства виробляти та реалізовувати товари, роботи, послуги визначає потенціал грошових потоків від інвестиційної діяльності. Що більшим є обсяг виробництва і збуту підприємства, то вищий потенціал грошових потоків від його інвестиційної діяльності. Таке означення дає можливість пояснити визначення науковцями економічного потенціалу підприємства як максимального обсягу продукції за оптимальних умов [6].

Завдання операційної діяльності щодо максимізації прибутку для потреб означення потенціалу грошових коштів можна визначити як завдання максимізації позитивного грошового потоку від інвестиційної діяльності. Відповідно, потенціал такого потоку – це його здатність генерувати кошти для наступної інвестиційної діяльності та розрахунків за зобов'язаннями від фінансової діяльності (виплата процентів за борговими зобов'язаннями, дивідендів за пайовими цінними паперами, повернення основної суми позики).

Оцінку потенціалів грошових потоків зручно проводити, користуючись графічними методами, що дає можливість оцінити ефективність інвестиційної політики підприємства на різних етапах його створення та функціонування. На *рис. 1* зображено чисті грошові потоки підприємства за видами його діяльності в часі.

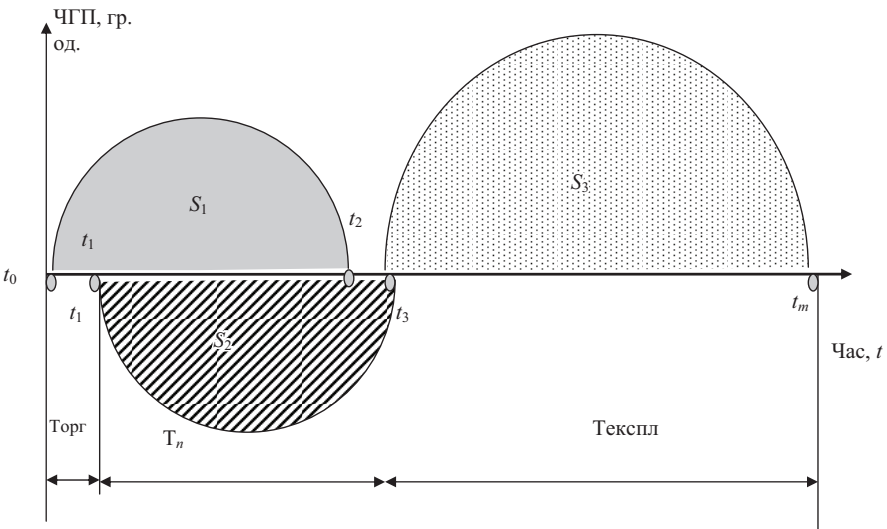


Рис. 1. Розгортання чистих грошових потоків за видами діяльності підприємства

Відрізок часу  $t_0 t_2$  окреслює чистий грошовий потік від фінансової діяльності – це первинний грошовий потік підприємства, що визначає надходження коштів від засновників і власників підприємства. Через інтервал часу, обмежений відрізком  $t_0 t_1$ , ці кошти використовуватимуться на формування активів підприємства (основних засобів та оборотних коштів) протягом періоду, визначеного відрізком  $t_1 t_2$ .

Експлуатація сформованих активів забезпечуватиме отримання чистого грошового потоку від операційної діяльності впродовж періоду, обмеженого відрізком  $t_3 t_m$ . Якщо впродовж цього періоду підприємство не буде здійснювати додаткових вкладень у здійснення інвестиційної діяльності, то відрізок  $t_3 t_m$  визначає період позитивного потенціалу інвестиційної діяльності  $T_{\text{експл}}$ .

На рис. 1 лінія чистих грошових потоків від фінансової діяльності, обмежена періодом розгортання цієї діяльності на первинному етапі створення підприємства, формує деяку фігуру  $S_1$ .

Лінія чистих грошових потоків за інвестиційною діяльністю та операційною діяльністю на етапі створення підприємства, обмежена лінією часу, формує фігуру  $S_2$ , яка визначає вартість формування активів підприємства (до початку здійснення його основної діяльності).

Відповідно до висунутих вище припущень [формула (1)], площа фігури  $S_2$  дорівнює площі фігури  $S_1$ , але має обернений знак і зміщена в часі на період  $T_{\text{опр}}$ , який визначає певний організаційний період часу, пов'язаний із реєстрацією підприємства (реєстрацією передплати акцій, відкриття рахунків тощо). Це дає підстави стверджувати, що площа фігури  $S_2$  визначає потенціал грошових потоків від фінансової діяльності.

Якщо лінію грошового потоку описати функціонально як  $Y = f(t)$ , то формула для розрахунку потенціалу від фінансової діяльності буде такою:

$$\Pi_{\text{фгп}} = S_2 = \int_{t_1}^{t_3} Y_{\text{інв}}(t) dt, \quad (3)$$

де  $\Pi_{\text{фгп}}$  – чистий грошовий потік від фінансової діяльності.

Потенціал грошового потоку від інвестиційної діяльності можна визначити як площу фігури  $S_3$ , яку сформував чистий грошовий потік від операційної діяльності на інтервалі часу  $T_{\text{експл}}$ .

Відповідна формула розрахунку матиме вигляд:

$$\Pi_{\text{інп}} = S_3 = \int_{t_3}^{t_m} Y_{\text{оп}}(t) dt, \quad (4)$$

де  $\Pi_{\text{інп}}$  – чистий грошовий потік від інвестиційної діяльності.

Інвестиційну політику підприємства можна вважати ефективною, якщо виконується рівність:

$$S_3 = S_1 \times (K_1 + K_0) + S_2 \times K_2, \quad (5)$$

де  $K_1$  – частка поворотних джерел фінансування,  $K_0$  – середньозважена вартість залучених зовнішніх джерел фінансування,  $K_2$  – частка невідновлюваних інвестиційних ресурсів, які необхідно замінити через період  $T_{\text{експл}}$ .

Виконання рівності (5) значною мірою визначається періодом  $T_{\text{експл}}$  – що більший цей період, то більшою буде площа фігури  $S_3$ , але й тривалішим буде період окупності вкладеного в підприємство капіталу.

Рішення про реінвестування коштів приймається на основі зовнішніх відносно грошових потоків факторів. Це, зокрема, можуть бути необхідність диверсифікації виробництва, ринків збуту, продукції, технологій виробництва тощо. Проте оцінка ефективності такого рішення ґрунтується на підході аналізу грошових потоків.

Інвестиційну політику підприємства можна вважати ефективною, якщо приріст чистого грошового потоку від інвестиційної діяльності генерує більший або такий же приріст чистого грошового потоку від операційної діяльності в наступному періоді (рис. 2).

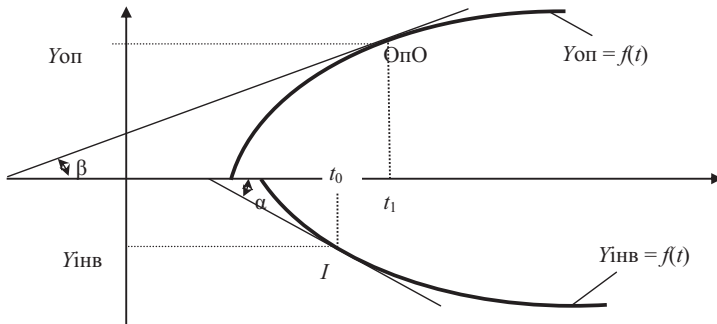


Рис. 2. Графічна модель оцінювання ефективності інвестиційної політики

Якщо приріст чистого грошового потоку виразити через тангенс кута нахилу дотичної до лінії чистого грошового потоку в деякій точці  $t$ , а відповідний тангенс кута – через похідну функції чистого грошового потоку, то рівняння ефективності буде таким:

$$\tan \beta \geq \tan \alpha \quad \text{або} \quad Y_{\text{оп}} \Big|_{t_1} \geq Y_{\text{інв}} \Big|_{t_0} \quad (6)$$

**Висновки і перспективи подальших досліджень.** Використання підходу на основі аналізу грошових потоків для оцінювання ефективності інвестиційної політики підприємства має оптимістичні перспективи в теоретичній і практичній площинах.



Формуючи теоретико-методологічні основи нового аспекту інвестознавства, такий підхід дає можливість оптимізувати витрати на здійснення капіталовкладень у часі та просторі. Постійний моніторинг величини чистого грошового потоку є основою прийняття ефективних рішень щодо змін умов функціонування підприємства, які забезпечуватимуть його поступальний розвиток.

#### Список використаних джерел

1. Хахонова Н. Н. Учет, аудит и анализ денежных потоков предприятий и организаций / Н. Н. Хахонова. – М. : ИКЦ «Март» ; Ростов н/Д : изд. Центр «Март», 2003. – С. 7.
2. Слав'юк Р. А. Управління інвестиційними грошовими потоками акціонерних товариств : монографія / Р. А. Слав'юк, О. В. Жалко. – Луцьк, 2010.
3. Лафуенте Хил А. М. Финансовый анализ в условиях неопределенности : пер. с исп. / А. М. Хил Лафуенте. – Минск : Тэхнолоґія, 1998. – С. 50–51.
4. Терещенко О. О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання : навч. посібник / О. О. Терещенко. – К. : КНЕУ, 2003. – С. 184.
5. Лапін Е. В. Оценка экономического потенциала предприятия : монография / Е. В. Лапін. – Сумы : Университетская книга, 2004. – 360 с.
6. Лапін Е. В. Економічний потенціал підприємств промисловості : формування, оцінка, управління : дис. ... д-ра екон. наук : 08.07.01 [Електронний ресурс]. / Е. В. Лапін. – 2006. – Режим доступу : [disser.com.ua/content/348761.html](http://disser.com.ua/content/348761.html).

#### Шкварчук Л. О.

##### **Концепция оценки эффективности инвестиционной политики предприятия на основе анализа денежных потоков**

*Исследованы особенности применения характеристик денежных потоков для оценивания эффективности инвестиционной политики предприятия. Определены часовые и стоимостные соотношения элементов денежных потоков, сформированы математические принципы расчетов качественных и количественных показателей целесообразности инвестирования.*

**Ключевые слова:** чистый денежный поток, сдвиг фаз денежных потоков, потенциал денежных потоков.

#### Shkvarchuk L. O.

##### **The concept of evaluating the effectiveness of investment policy on the basis of the analysis of cash flows**

*The specific features of cash flow as indicators of enterprises investment efficiency are examined in the article. Times and costs elements of cash flow are determined; the mathematical aspect of qualitative and quantitative indexes of investment expediency are formed.*

**Key words:** net cash flow, slipped cash flow phase, cash flow potential.

Шкварчук Людмила Олександрівна – доктор економічних наук, доцент, професор кафедри фінансів Національного університету «Львівська політехніка».