

УДК 330.332

Єфремова Л. В.
Лімонов Ю. М.

МІНІМІЗАЦІЯ ВИТРАТ ПРИ РЕАЛІЗАЦІЇ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ

The expedience of including corporate investor's funds into the composition of financial and industrial group (FIG) is grounded. A few decisions of schemes, which allow to improve substantially the management of FIG financial streams, are resulted. The mathematical model of calculation of the net present value is built during realization of projects of investments on condition of financing them with the use of possibilities corporate investor's funds.

Управління фінансовими потоками, перерозподілом ресурсів, рівнем прибутковості підприємств, оптимізація витрат при фінансуванні нових інвестиційних проектів у рамках фінансово-промислової групи (ФПГ), до складу якої входять десятки підприємств різних галузей, є доволі складним та актуальним завданням. Завершення одних і фінансування нових інвестиційних проектів не повинно порушувати загального балансу корпоративного ринку капіталу ФПГ. Фінансовим менеджером ФПГ доводиться вирішувати оптимізаційні завдання з оперування фінансовими ресурсами, мінімізації витрат та оперативного перерозподілу фінансових ресурсів на корпоративному ринку капіталу для фінансування поточних та запровадження нових інвестиційних проектів.

Дослідженню проблем, пов'язаних з розробкою механізмів фінансування та мінімізацією витрат при інвестиційній діяльності, приділяється значна увага в працях вітчизняних та закордонних науковців, серед яких І. А. Бланк, Д. М. Черваньов, Лі Ченг, Дж. Фіннерти, С. А. Гуткевич [1 – 4].

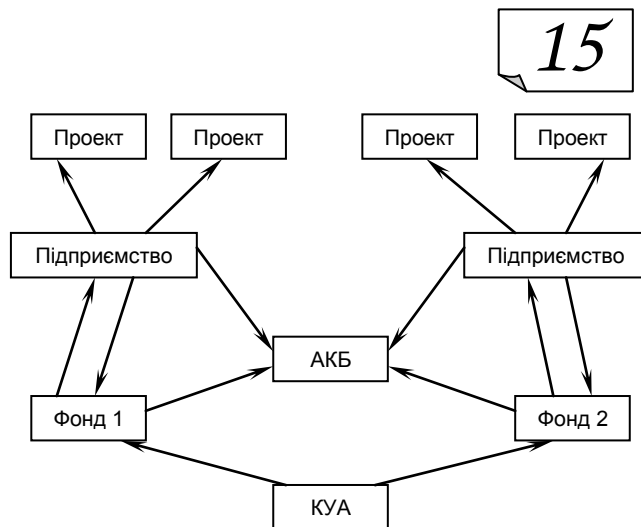
Метою даної статті є обґрунтування доцільності включення у ФПГ інституту спільного інвестування (ІСІ), що дозволяє не тільки істотно спростити управління фінансами ФПГ, але й істотно знизити витрати з реалізації інвестиційних проектів підприємств, що входять до складу ФПГ.

Створення ІСІ полягає в заснуванні компанії з управління активами (КУА), яка, у свою чергу, створює інвестиційні пайові або корпоративні фонди, активами яких і управляє КУА. Якщо ІСІ створюється винятково для роботи в рамках ФПГ, то, як правило, створюються венчурні фонди недиверсифікованого виду закритого типу. КУА може управляти декількома фондами. Строк, на який створюються фонди, становить 5 – 10 років. Сутність роботи ІСІ така:

1. Фонд емітує інвестиційні сертифікати. Кошти, отримані від продажу сертифікатів, фонд вкладає в цінні папери (ЦП) та інвестиційні проекти тих підприємств, в яких він володіє часткою в корпоративних правах.

2. Фонд не є платником податку на прибуток на весь термін свого існування. Після закінчення терміну, на який був створений фонд, він викуповує власні інвестиційні сертифікати за ціною чистих активів фонду. Після чого власники сертифікатів включають перевищення ціни продажу сертифікатів при викупі їх фондом над ціною придбання сертифікатів до складу оподатковуваних доходів.

Схема функціонування ФПГ, до складу якої входить ІСІ (КУА + 2 фонди), наведена на рис. 1.



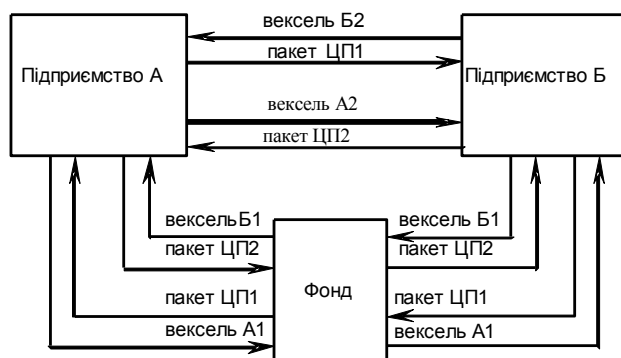


Рис. 2. Схема "генерації" векселів

Послідовність дій при реалізації схеми, наведеної на рис. 2, така:
КУА, що діє в інтересах та за кошти інвестиційного фонду, продає, з наявних у портфелі фонду ЦП, підприємству А пакет цінних паперів ЦП1, а підприємству Б пакет цінних паперів ЦП2 (вартість пакетів цінних паперів ЦП1 і ЦП2 однакова);
підприємство А розплачується з фондом, видаючи йому вексель А1, підприємство Б, відповідно, видає фонду вексель Б1;
підприємство А продає підприємству Б пакет цінних паперів ЦП1, в оплату за який підприємство Б видає вексель Б2;
підприємство Б продає підприємству А пакет цінних паперів ЦП2, в оплату за який підприємство А видає вексель А2;
між підприємством А та інвестиційним фондом здійснюється обмін пакета цінних паперів ЦП2 на раніше отриманий фондом вексель Б1;
між підприємством Б та інвестиційним фондом здійснюється обмін пакета цінних паперів ЦП1 на раніше отриманий фондом вексель А1.

У підсумку, після реалізації даної схеми, пакети цінних паперів ЦП1 та ЦП2 повернуті фонду, підприємство А стає власником двох векселів підприємства Б, а підприємство Б – двох векселів підприємства А. На практиці кількість підприємств, задіяних у схемі, значно більша, що дозволяє забезпечити підприємства ФПГ потрібною кількістю ЦП, тобто "внутрішніми" грошима.

Під час діяльності ФПГ значна частина прибутку накопичується на інвестиційних фондах і повертається у виробничий процес у вигляді позик, що даються фондами підприємствам ФПГ. Якщо сума позик перевищує величину, обумовлену вимогами до структури активів фондів (50% ЦП і корпоративних прав), то раціонально зробити заміну позик на цінні папери, що є у підприємств ФПГ. Схема такої заміни наведена на рис. 3.

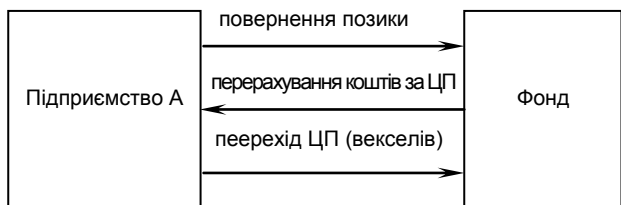


Рис. 3. Схема заміни позики на ЦП

Підприємство А повертає частину позики інвестиційному фонду, ці ж кошти перераховуються підприємству за ЦП, після чого оформляється перехід прав власності на ЦП. Для здійснення даної схеми досить невеликої суми коштів, які можуть багаторазово переходити з рахунку підприємства А на рахунок інвестиційного фонду й навпаки.

Оцінимо порівняльну економічну ефективність інвестиційного проекту підприємства при відсутності й при наявності інституту спільного інвестування в складі ФПГ. Порівняємо чистий приведений дохід (Net Present Value) NPV при реалізації проекту в обох випадках.

Представимо вираз для розрахунку NPV у традиційному вигляді:

$$NPV = -I_0 + \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i}, \quad (1)$$

де I_0 – стартові інвестиції;
 CF_i – грошовий потік (Cash Flow) на i -му етапі реалізації проекту;
 r – ставка дисконту, як правило, безризикова ставка прибутковості, наприклад, банківська депозитна ставка;
 n – кількість етапів реалізації проекту.

Для зручності обліку оподатковування раціонально в якості етапу реалізації інвестиційного проекту прийняти квартал, хоча можуть застосовуватися й інші часові відрізки – місяць або рік. Інвестиції здійснюються як за рахунок власних коштів, так і кредитних банківських коштів. Інвестування проекту здійснюється поетапно, тобто в міру здійснення проекту може бути здійснене додаткове інвестування як за рахунок власних, так і за рахунок кредитних коштів. При розрахунку інвестицій необхідно враховувати їх збільшення на величину відсотків, що сплачуються банку за кредитні ресурси. Інвестиції на i -му етапі можуть бути розраховані за таким рівнянням:

$$I_i = I_{ki} + I_{bi} [1 + r_b (n-i)], \quad (2)$$

де I_{ki} – вартість власного капіталу, що інвестується, з урахуванням позик, отриманих від інвестиційного фонду;

I_{bi} – вартість кредитного банківського капіталу, що інвестується;

r_b – банківська кредитна ставка за один розрахунковий період.

При цьому значення NPV приймає такий вигляд:

$$NPV = -\sum_{i=0}^n \frac{I_i}{(1+r)^i} + \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i}, \quad (3)$$

Розглянемо відмінність значень CF_i та I_i при інвестуванні проекту через інвестиційний фонд, виходячи з такого:

оподатковуваний прибуток протягом усього проекту відсутній (виводиться з підприємства при сплаті відсотків за користування позикою, отриманою від інвестиційного фонду, а фонд, як було зазначено раніше, не є платником податку на прибуток);

у випадку додаткового інвестування проекту на i -му етапі розмір банківських кредитів, що залучаються, зменшується на величину "заощадженого" оподатковування на попередніх етапах.

Грошовий потік, при відсутності оподатковування – CF_{1i} , обумовлюється такою залежністю:

$$CF_{1i} = \frac{CF_i}{(1-T_c)}, \quad (4)$$

де T_c – ставка податку на прибуток.

Крім того, у зв'язку зі збільшенням інвестування за рахунок власних коштів і зменшення частки банківських кредитів, залежність 2 приймає такий вигляд:

$$I_{1i} = I_{ki} + CF_{1(i-1)} T_c + (I_{bi} - CF_{1(i-1)} T_c) [1 + r_b (n-i)]. \quad (5)$$

З урахуванням залежностей 4 і 5 значення NPV приймає такий вигляд:

$$NPV_1 = -\sum_{i=0}^n \frac{I_{1i}}{(1+r)^i} + \sum_{i=1}^n \frac{CF_{1i}}{(1+r)^i}, \quad (6)$$

Порівняння чистого приведенного доходу при фінансуванні тих самих інвестиційних проектів без залучення інвестиційного фонду (залежність 3) і за умови фінансування з використанням інвестиційного фонду (залежність 6) показує, що значення ставки дисконту – r , при якому NPV приймає нульове значення (значення, при якому проект стає збитковим), збільшується на 25-50%. При цьому, значна частина проектів, які були б відкинуті, стають економічно вигідними. Типова залежність приведенного доходу NPV від ставки дисконту r наведена на рис. 4.

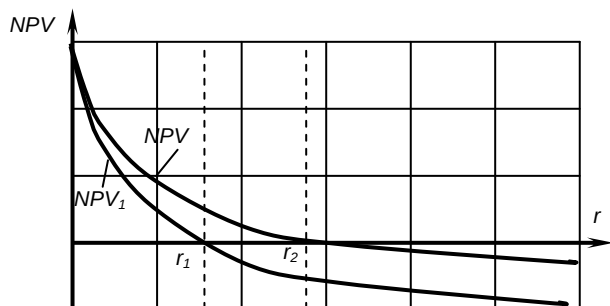


Рис. 4. Залежність приведенного доходу від ставки дисконту

Як видно з рис. 4, значення ставки дисконту, при якій один і той же інвестиційний проект стає прибутковим (r_1 та r_2), суттєво відрізняється на користь методики фінансування із застосуванням ІСІ – крива NPV_1 .

Той факт, що після закінчення терміну дії фонду власники інвестиційних сертифікатів повинні заплатити податок з доходу, пов'язаний зі збільшенням вартості сертифікатів, у ряді випадків, може трохи зменшити прибутковість проекту, однак існує цілий ряд механізмів (що не є темою даної статті) звести до мінімуму ці витрати.

Використання наведених та апробованих на практиці механізмів оперування фінансовими ресурсами з використанням можливостей, які з'являються внаслідок створення ІСІ, дозволяє значно поліпшити управління фінансами ФПГ, мінімізувати оперативні витрати та витрати, що пов'язані з фінансуванням інвестиційних проектів.

Література: 1. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент. – К.: Эльга-Н, Ника-Центр, 2002. – 448 с. 2. Черваньов Д. М. Менеджмент инвестиційної діяльності підприємств. – К.: Знання-Прес, 2003. – 624 с. 3. Ли Ченг. Финансы корпораций: теория, методы и практика / Ли Ченг, Дж. Финнерти. – М.: ИНФРА-М, 2000. – 686 с. 4. Гуткевич С. А. Теоретические основы инвестиционного процесса // Актуальні проблеми економіки. – 2005. – №5. – С. 20 – 31. 5. Лімонов Ю. М. Оптимізація стратегії інвестування // Фінанси України. – 2001. – №7. – С. 111 – 114.

Стаття надійшла до редакції
15.09.2008 р.

УДК 338.1:504

Мошенський С. З.

МАКРОЕКОНОМІЧНІ ІНДИКАТОРИ ТА КРИТЕРІЇ БЕЗПЕКИ РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

The author examines the significance of macroeconomic indicators for country's investment security and for perspectives of economic development in Ukraine in relation to development of the stock market. Indicators for the security of development of Ukrainian stock market are statistically determined.

Модернізація вітчизняної економіки та її інвестиційна безпека залежать від розвитку фондового ринку, який забезпечує акумуляцію фінансових ресурсів, їх перерозподіл та перетворення на інвестиції. Показники, які свідчать про рівень розвитку фондового ринку, можна розглядати і як важливі

індикатори економічної безпеки, і як орієнтири для прогнозування перспектив економічного розвитку в Україні. Особливого значення система індикаторів економічної безпеки набуває за умов ринкової економіки. Оскільки система державного регулювання інвестиційними процесами потребує орієнтації на макроекономічні показники, без яких неможливе обґрунтування доцільності економічних реформ і загальне забезпечення економічної безпеки держави, розроблення системи індикаторів економічної безпеки набуває особливо актуального значення.

Проблема полягає в тому, що сучасний стан розвитку фондового ринку в Україні є однією з основних перешкод для залучення іноземних інвестицій, оскільки його недостатній розвиток знижує привабливість для потенційних інвесторів. Саме тому питання підвищення безпеки фондового ринку посідають важливе місце у спектрі інших проблем інвестиційної безпеки. Для перехідної економіки України велике значення та актуальність має своєчасний моніторинг індикаторів безпеки фондового ринку, що особливо важливо з огляду на забезпечення розвитку інвестиційного процесу.

Серед українських авторів проблему розглядали О. Барановський [1 – 2], Т. Грищенко, О. Любікіна І. Лютий [3], О. Ладюк, А. Сухоруков [4] та ін. Серед зарубіжних авторів – Дж. Бонін [5], Л. Григор'єв, Є. Гурвіч [6], С. Джанков [7], Р. Добринський [8], Е. Жондє [9], І. Захарова [10], Р. Ла Порта [11], М. Медведєва [12], Я. Міркін [13], А. Саватюгін [6], Дж. Стігліц [14], С. Фішер [15], Р. Фрідман [16], А. Шлейфер [17] та ін.

Однак недостатньо дослідженням залишається питання кількісного оцінювання рівня розвитку фондового ринку в контексті забезпечення інвестиційної безпеки держави. Тому метою статті є системне визначення рівня безпеки вітчизняного фондового ринку для подальшого аналізу його стану і для подолання можливих проявів дестабілізації на цьому ринку.

Для підвищення рівня фінансової безпеки фондового ринку держава має проводити відповідну політику, яка спирається на критерії та індикатори його безпеки. Критерії фінансової безпеки фондового ринку є певними нормативними показниками, за якими проводиться оцінка стану фондового ринку, який має забезпечувати стабільний розвиток цього ринку та всієї фінансової системи. Індикатори фінансової безпеки фондового ринку становлять статистичні показники, які найповніше характеризують явища і тенденції на фондовому ринку.

Вибір переліку індикаторів ґрунтується на рівні загальної вразливості фондового ринку, а також впливу дестабілізуючих чинників на реалізацію фінансових та інвестиційних інтересів держави. Аналіз індикаторів дає можливість визначати стан безпеки фондового ринку і основні тенденції цього ринку, а також їх вплив на економічний розвиток держави, зокрема, у сфері інвестицій.

У такому аналізі важливе значення має порівняння оптимальних значень індикаторів (інтервал, в якому забезпечені найсприятливіші умови для функціонування фондового ринку) і порогові значення (величини, перевищення яких стає причиною несприятливих тенденцій на фондовому ринку). Автором виділено такі рівні досягнення порогових значень індикаторів:

перший рівень – початкові відхилення від нормативних значень, що свідчить про потребу приймати відповідні рішення;

другий рівень – граничні значення індикаторів, порушення яких може стати причиною появи загрозливих процесів на фондовому ринку й у фінансовій сфері загалом;

третій рівень – порогові значення індикаторів безпеки фондового ринку свідчать про настання незворотних негативних явищ на цьому ринку.

Граничні та порогові значення індикаторів є інструментом аналізу, прогнозування та соціально-економічного планування на макrorівні. Однак, як слушно зауважують Л. Григор'єв, Є. Гурвіч і А. Саватюгін, при цьому потрібно усвідомлювати умовність цих показників, оскільки під час їх побудови досить часто агрегують елементи, різномірні за своєю сутністю [6].