

**МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО ФОРМУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ
ПРОГРАМИ ПІДПРИЄМСТВА З УРАХУВАННЯМ РЕСУРСНИХ
ОБМЕЖЕНЬ**
**THE METHODOICAL APPROACHES TO INVESTING PROGRAM OF
ENTERPRISE WITH TAKING INTO ACCOUNT OF RESOURCE
LIMITATIONS**

Розглянуто методичні підходи до формування інвестиційної програми підприємства в умовах обмежень інвестиційних ресурсів: обмеження за граничною вартістю інвестиційних ресурсів та за їх загальним обсягом.

Ключові слова: *інвестиційні проекти, інвестиційна програма, обмеженість інвестиційних ресурсів, гранична вартість інвестиційних ресурсів, внутрішня норма рентабельності.*

The methodical approaches of the forming of investing program of enterprise dealing with the limitation of investing resources are examined: the limitation of marginal cost of investing resources and of it's general volume.

The key words: *investing projects, investing program, limitation of investing resources, marginal cost of investing resources, internal rate of return.*

Вступ. При управлінні вибором інвестиційних проектів та формуванні програми реальних інвестицій виникає ряд проблем методичного характеру, невирішеність яких призводить до складності прийняття інвестиційних господарських рішень в практичній діяльності підприємств. Йдеться про такі проблеми: неоднозначність підходів до оцінки ефективності інвестиційних проектів та до системи основних критеріальних показників і обмежень; збалансування інвестиційної програми за параметрами рівня доходності, ризику і ліквідності; забезпечення зв'язку інвестиційної програми з виробничою та фінансовою програмами підприємства тощо.

Огляд публікацій в економічній науковій періодиці та інших авторських і колективних видань стосовно методичних підходів до оцінки ефективності ре-

льних інвестиційних проектів засвідчує про відсутність явних теоретичних розбіжностей [1-4], але немає однозначних рішень стосовно методичного забезпечення порівнянності інвестиційних проектів за сукупністю розрахованих показників з метою остаточного відбору інвестиційних проектів до інвестиційної програми підприємства. Проблемним є також урахування такої параметричної характеристики інвестиційної програми як забезпечення додаткових обсягів операційної діяльності. Але якщо методичне вирішення цієї проблеми можливе [1,2], то інвестиційні рішення з відбору інвестиційних проектів до інвестиційної програми обтяжуються такою практичною і методичною проблемою як врахування ресурсних обмежень, а саме: врахування ліміту загального обсягу інвестиційних ресурсів та обмежень середньозваженої вартості інвестиційних ресурсів (останні є одночасно і критерієм відбору, зокрема, джерел запозичення інвестиційних ресурсів).

Постановка завдання. Метою даного дослідження є розроблення основних методичних підходів до формування інвестиційної програми підприємства в умовах обмежень інвестиційних ресурсів. Дану проблему можна деталізувати таким чином: обмеження за граничною вартістю інвестиційних ресурсів та обмеження за загальним обсягом інвестиційних ресурсів.

Результати. Необхідно враховувати, що на різних етапах розвитку в залежності від певної стадії життєвого циклу підприємство має різновекторні можливості та потреби щодо інвестиційних ресурсів [1, 2, 5]. Як правило, максимальні потреби в інвестиційних ресурсах існують на початкових стадіях життєвого циклу (зародження та зростання), а також на етапі старіння – з метою відродження, перепроєктування бізнес-процесів тощо. В той же час наявність власних коштів для інвестування та доступні можливості щодо залучення та запозичення у підприємств найбільші на етапі їх розквіту та зрілості. На даному етапі у підприємств можуть виникати також певні потреби в інвестиційних коштах, зокрема, з метою територіальної чи галузевої диверсифікації своєї діяльності. Отже, на будь-якому етапі життєвого циклу підприємство незалежно від власних фінансових можливостей, але з урахуванням стратегічних намірів, має

потребу в певних обсягах додаткових інвестиційних ресурсів.

Якщо реалізація інвестиційних проектів пов'язана з використанням запозиченого капіталу, то виникає проблема формування інвестиційної програми підприємства в умовах обмежень середньозваженої вартості інвестиційних ресурсів. При цьому обсяги та вартість запозичення капіталу зростають при розширенні обсягів інвестиційної діяльності. У зв'язку з цим виникає необхідність визначення граничної вартості інвестиційних ресурсів (ГВІР). Під даним показником розуміють рівень вартості кожної нової одиниці додатково запозиченого підприємством інвестиційного ресурсу. Концепція формування ГВІР базується на тому, що на початкових стадіях діяльності підприємства запозичення та залучення інвестиційних ресурсів відбувається з найбільш низькою вартістю; у процесі свого розвитку підприємство змушене запозичати інвестиційні ресурси з більш високим рівнем вартості. Тобто з розвитком підприємства і запозичення ним все більших обсягів інвестиційних ресурсів показник граничної їх вартості постійно зростає, що ускладнює процес відбору інвестиційних проектів до інвестиційної програми підприємства. Вихідні позиції для вирішення даної проблеми такі: інвестиційні проекти є незалежними, чітко визначені показники граничної вартості інвестиційних ресурсів (ГВІР) при збільшенні обсягів додатково запозиченого капіталу, визначені показники внутрішньої ставки доходності (ВСД) за проектами. В цьому випадку формування інвестиційної програми здійснюється в такій послідовності:

- здійснюється ранжування інвестиційних проектів за показником ВСД на регресійній основі: перша позиція відповідатиме найбільшому значенню ВСД (яке є найкращим);
- визначаються необхідні обсяги запозичення інвестиційних ресурсів по кожному проекту;
- здійснюється ранжування додатково запозичених джерел інвестиційних ресурсів за показником граничної вартості інвестиційних ресурсів (ГВІР) на прогресійній основі; в даному випадку на першій позиції стоятиме джерело інвестиційного ресурсу з найменшим (найкращим)

значенням ГВІР;

- визначаються можливі обсяги запозичення по кожному джерелу інвестиційних ресурсів;
- здійснюється поступовий відбір джерел запозичення для ранжованого списку інвестиційних проектів на підставі співвідношення показників ВСД та ГВІР за критерієм:

$$\text{ВСД} : \text{ГВІР} \rightarrow \max$$

при обмеженні $\text{ВСД} : \text{ГВІР} > 1$.

При досягненні співвідношення ВСД і ГВІР рівного одиниці подальший відбір джерел запозичення припиняється, оскільки використання наступного ресурсу буде уже не ефективним.

Усі інші проекти та джерела запозичення відходять до так званої "зони неефективності запозичення інвестиційних ресурсів". Описану вище послідовність відбору інвестиційних джерел на практиці доцільно здійснювати у вигляді робочої таблиці (див. нижче). Слід зауважити, що можливі варіанти запозичення, коли ресурси з одного джерела використовуються на декілька проектів і навпаки: для одного проекту потрібно використовувати декілька джерел запозичення.

Таким чином вирішується перша проблема інвестиційно-ресурсного обмеження інвестиційної програми підприємства, а саме: відбір проектів до інвестиційної програми з урахуванням граничної вартості інвестиційних ресурсів (в порівнянні з внутрішньою ставкою доходності проектів), що забезпечує ефективність запозичень.

Але на тлі вирішення даної задачі може виникнути ще одна проблема ресурсного характеру. Звісно, що обсяги власних інвестиційних ресурсів у підприємств обмежені, а обсяги запозичень капіталу на певному етапі можуть негативно позначитись на стані фінансової стійкості та платоспроможності. Цим негативним проявам можна запобігти, якщо ввести в запропоновану модель (див. табл.) обмеження по можливих (допустимих) обсягах запозичення інвестиційних ресурсів (МОЗІР). Тоді загальні обмеження будуть такі:

Модель відбору інвестиційних проектів до інвестиційної програми підприємства з урахуванням обмеження за граничною вартістю інвестиційних ресурсів

Інвестиційні проекти (ІП)	ВСД інвестиційних проектів	Потреба в інвестиційних ресурсах (ІР)		Джерела інвестиційних ресурсів (ДІР)	Гранична вартість інвестиційних ресурсів (ГВІР)	Обсяги додаткового запозичення інвестиційних ресурсів (ОДІР)		Співвідношення ВСД : ГВІР
		по проектах	наростаючим підсумком			за джерелами	наростаючим підсумком	
$ІП_1$	$ВСД_{1\ max}$	$ІР_1$	$ІР_1$	$ДІР_1$	$ГВІР_{1\ min}$	$ОДІР_1$	$ОДІР_1$	$ВСД_1:ГВІР_1$
$ІП_2$	$ВСД_2$	$ІР_2$	$ІР_1 + ІР_2$	$ДІР_2$	$ГВІР_2$	$ОДІР_2$	$ОДІР_1 + ОДІР_2$	$ВСД_2:ГВІР_2$
...	...	...	...	...	...	...	...	...
...	...	...	...	...	...	...	...	$ВСД : ГВІР \leq 1$
...	...	...	...	...	...	...	...	...
$ІП_n$	$ВСД_{n\ min}$	$ІР_n$	$\sum_{i=1}^n ІР_i$	$ДІР_m$	$ГВІР_{m\ max}$	$ОДІР_m$	$\sum_{j=1}^m ОДІР_j$	$ВСД_n:ГВІР_m$
Зона неефективності запозичення інвестиційних ресурсів								

$$\begin{aligned} \text{ВСД} : \text{ГВІР} &> 1; \\ \Sigma \text{ОДІР} &\leq \text{МОЗІР}. \end{aligned}$$

Тобто відбір інвестиційних проектів до інвестиційної програми підприємства може бути припинений не лише за умови, що співвідношення внутрішньої ставки доходності проектів та граничної вартості інвестиційних ресурсів менше або дорівнює одиниці, але й раніше: коли обсяги додаткового запозичення інвестиційних ресурсів (ОДІР) досягнуть критичної межі – можливих обсягів запозичення інвестиційних ресурсів (МОЗІР).

Висновки. Формування інвестиційної програми підприємства, а саме: відбір інвестиційних проектів, повинне здійснюватись збалансовано з урахуванням різних параметрів, серед яких є обмеження ресурсного характеру: за граничною вартістю інвестиційних ресурсів та за лімітом загального їх обсягу. Останній визначається з урахуванням показників фінансової стійкості та платоспроможності підприємства і є обмежуючим чинником. Обмеження за граничною вартістю інвестиційних ресурсів слід поєднувати з показником внутрішньої ставки доходності шляхом їх порівняння, що буде критеріальним обмеженням, яке забезпечуватиме ефективність відбору джерел інвестиційних ресурсів.

ЛІТЕРАТУРА

1. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент: [учебный курс] / И. А. Бланк. – [2-е изд., перераб. и доп.]. – К.: Эльга, Ника-Центр, 2006. – 552 с.
2. Бланк И. А. Управление инвестициями предприятия / И. А. Бланк. – К. : Ника-Центр, Эльга, 2003. – 480 с.
3. Козаченко А. В. Экономическая безопасность предприятия: сущность и механизм обеспечения / А. В. Козаченко, В. П. Пономарёв, А. Н. Ляшенко. – К. : Либра, 2003. – 280 с.
4. Управління інвестиціями на підприємстві / [Козаченко Г. В., Антіпов О. М., Ляшенко О. М., Дібніс Г. І.]. – К. : Лібра, 2004. – 368 с.
5. Шершньова З. Є. Стратегічне управління : навч. посіб. / З. Є. Шерш-

нтова, С. В. Оборська. – К. : КНЕУ, 1999. – 384 с.

"Надійшла до редколегії 14 квітня 2010 р."

Стаття рекомендована до друку д. е. н. Мостенською Т.Л.

АВТОРСЬКА ДОВІДКА

1. Прізвище: *Стахурська*
2. Ім'я: *Світлана*
3. По батькові: *Антонівна*
4. Вчене звання: *доцент*
5. Науковий ступінь: *к.е.н.*
6. Домашня адреса: *01133, Київ, бульвар Лесі Українки 5, кв. 65*
7. Адреса місця роботи: *01033 м. Київ-33, вул. Володимирська, 68. Національний університет харчових технологій, кафедра менеджменту зовнішньоекономічної діяльності*
8. Посада: *доцент*
9. Домашній телефон: *(044) 235-75-30*