

# ЕВОЛЮЦІЯ ПІДХОДІВ ДО ОЦІНЮВАННЯ ДЖЕРЕЛ ФІНАНСУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВ

Сілакова Г.В., канд. екон. наук

*Національний університет харчових технологій*

Розвиток інтеграційних процесів та зростання інвестиційної активності постійно змушують вітчизняних і зарубіжних вчених приділяти увагу актуальним проблемам аналізу інвестиційних процесів та їх ефективності. Проте наукові дослідження, теоретичні, організаційно-методичні та практичні розробки, нажаль, поки що не сформували остаточного сприйняття цих актуальних проблем. Логічно завершеного, системного підходу до розуміння сутності, змісту, методичних принципів, а також розробки єдиної концепції інвестиційного аналізу як самостійного наукового напрямку в рамках комплексного економічного аналізу, так і не було сформульовано.

В економічній літературі, присвяченій інвестиціям і джерелам їх фінансування, проблема вибору оптимальних джерел інвестиційної діяльності розглядається не як самостійна мета дослідження, а, перш за все, через призму вибору найбільш вигідних (в тому числі і з позиції їх фінансування) інвестиційних програм та проектів.

Першими методами, що застосовувались для обґрунтування інвестиційних програм стали наближені методи. Вони будуються на певному переборі наявних інвестиційних проектів чи варіантів їх реалізації. У вітчизняній економічній літературі до таких методів можна віднести метод В.В. Новожилова, праці з викладенням якого були опубліковані наприкінці 30-х–в середині 40-х років ХХ ст. До цього методу близькі дослідження польського економіста Х. Фішеля, що став відомим у 50-х роках ХХ ст. До початку 50-х років ХХ ст. відносяться також перші публікації, що містять опис методів спільного обґрунтування інвестиційних програм і програм фінансування американського економіста Дж. Діна.

Основним завданням методу В.В. Новожилова є знаходження варіанту реалізації кожного запропонованого проекту з врахуванням ліміту

фінансування і мінімізації приведених витрат. Критерієм оптимальності є коефіцієнт порівняльної (відносної) ефективності капіталовкладень, який характеризує економію на собівартості, що припадає на одиницю додаткових інвестицій, обумовлених переходом до більш капіталоемного варіанту їх виконання.

Метод Х. Фішеля передбачає пошук варіанту реалізації інвестиційного проекту з врахуванням ліміту фінансування, визначення ставки розрахункового відсотка і мінімізації теперішньої вартості потоку витрат за всією інвестиційною програмою.

Сутність методу Дж. Діна полягає у складанні програми із заданого набору інвестиційних проектів і проектів кредитування з періодом корисного використання один рік і визначенні ставки розрахункового відсотка таким чином, щоб всі інвестиційні проекти можна було реалізувати за рахунок проектів кредитування і власного капіталу інвестора. При цьому враховується неподільність проектів інвестування і можливість подільності кожного проекту кредитування.

Оцінюючи наближені методи обґрунтування фінансування інвестицій, зауважимо, що вони, відіграли значну роль при прийнятті інвестиційних рішень у тих історичних умовах, коли ще не існувало достатньо досконалої обчислювальної техніки. В сучасних умовах ці методи мають обмежене використання, оскільки розроблені з їх допомогою оптимальні плани, що реалізуються при суворому виконанні всіх обмежень, стають практично нестійкими до зміни зовнішніх впливів.

В економічній літературі також існує обґрунтування програм інвестування і фінансування за критерієм максимізації кінцевого стану інвестора. Основні умови постановки подібного роду задач, що представляють подальший розвиток моделі Дж. Діна, були розроблені в кінці 50-х–на початку 60-х років П. Массе, Х. Альбахом і Г. Хаксом, Х. Вейнгартнером.

Задача даних моделей полягає у визначенні інтенсивності використання проектів інвестування і кредитування і формування відповідної програми таким

чином, щоб виконувалась умова ліквідності і не перевищувався ліміт кредитування за кожен рік планового періоду, а також забезпечувалась максимізація кінцевого стану інвестора.

Вказані методи припускають можливість використання математичних моделей при виборі як самих інвестиційних програм, так і програм фінансування інвестицій. Проте, існування математичних обмежень примушувала дослідників вводити заздалегідь нереальні для існуючої економіки припущення і передумови. Крім того, в деяких працях пошук фінансування проектів як такий практично відсутній, ліміт грошових коштів у них закладено першопочатково. Вказані недоліки примушують шукати інші варіанти вибору джерел інвестиційної діяльності.

Найбільшого розповсюдження отримав метод вибору джерел інвестицій на основі певного ряду характеристик: ціна залучених ресурсів, пов'язані із залученням капіталу фінансові ризики, ризики втрати контролю в управлінні підприємством, доступність ресурсів. Частіш за все при виборі інвестиційних джерел розраховують ціну капіталу, яка складається із вартості окремих його складових: власних, залучених і запозичених джерел. Формування оптимальної структури капіталу, тобто встановлення найбільш вигідного співвідношення між власними та залученими джерелами фінансування становить «королівську проблему» фінансового менеджменту. Її розв'язку присвячені праці М. Міллера та Ф. Модільяні. Ці вчені зробили парадоксальний висновок про те, що в умовах досконалого ринку, при відсутності податків і транзакційних витрат і при рівному доступі підприємств і фізичних осіб до кредитних ресурсів, структура капіталу не впливає на його ціну, тому в даній сфері менеджерам слід не шукати можливості збільшення вартості підприємства, а зосереджуватися на ефективному управлінні капіталом.

Разом з тим, відсутність абсолютно ефективних ринків, існування транзакційних витрат і податків, обмеженість доступу до кредитних ресурсів, примушує більшість підприємств приділяти значну увагу оптимізації структури капіталу.