

Т.А. Говорушко, Г.В. Сілакова

ФОРМУВАННЯ ДЖЕРЕЛ ФІНАНСУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ
ДІЯЛЬНОСТІ НА ПІДПРИЄМСТВАХ КОНДИТЕРСЬКОЇ
ПРОМИСЛОВОСТІ В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ ЕКОНОМІКИ

Монографія

Київ – Логос – 2013

УДК 330.322.1:664.68
ББК 65.304.25-56
Г-57

Рекомендовано до друку Вченою радою Національного університету харчових технологій.

Протокол № 1 від 04.09.2013 р.

Рецензенти:

М.П. Сичевський, член-кореспондент НААН України, доктор економічних наук, директор Інституту продовольчих ресурсів Національної академії аграрних наук України

О.Б. Бутнік-Сіверський, доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри економіки, обліку та фінансів Інституту післядипломної освіти Національного університету харчових технологій

А.О. Заїнчковський, доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри прикладної економіки Національного університету харчових технологій

Говорушко Т. А., Сілакова Г. В.

Г-57 Формування джерел фінансування інвестиційної діяльності на підприємствах кондитерської промисловості в умовах глобалізації економіки : монографія / Т. А. Говорушко, Г. В. Сілакова. – К. : Логос, 2013. – 208 с. – Бібліогр.: С. 156–172.
ISBN 978-966-171-729-8.

Монографію присвячено розв'язанню теоретичних та прикладних проблем вибору та формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств кондитерської промисловості.

Узагальнено теоретичні та методичні підходи до вибору та формування оптимальної структури джерел фінансування інвестицій; проаналізовано діяльність підприємств кондитерської промисловості; досліджено стан та тенденції їх інвестиційної діяльності; проведено аналіз структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств кондитерської промисловості.

Обґрунтовано пропозиції щодо удосконалення системи формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств кондитерської промисловості України із використанням теорії впорядкованого перебору, доповненої впливом часткових та загальних обмежень.

Запропоновано теоретичні положення щодо оптимізації структури джерел фінансування інвестицій з позиції критерію рентабельності власного капіталу з урахуванням середньозваженої вартості капіталу.

Монографія розрахована на науковців, аспірантів, студентів та всіх тих, хто цікавиться науково-теоретичними і практичними питаннями формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств.

330.322.1:664.68
ББК 65.304.25-56

ЗМІСТ

ВСТУП	4
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО–МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВ ТА ДЖЕРЕЛА ЇЇ ФІНАНСУВАННЯ	6
1.1. Економічна сутність категорії «інвестиції» в процесі інвестиційної діяльності підприємств.....	6
1.2. Класифікація та характеристика джерел, форм і методів фінансування інвестиційної діяльності.....	21
1.3. Методичні підходи до оцінювання джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств.....	39
РОЗДІЛ 2. СТАН ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВ КОНДИТЕРСЬКОЇ ПРОМИСЛОВОСТІ ТА ДЖЕРЕЛ ЇЇ ФІНАНСУВАННЯ	53
2.1. Сучасний стан інвестування підприємств кондитерської промисловості України.....	53
2.2. Аналіз фінансування інвестиційної діяльності підприємств кондитерської промисловості за рахунок власного капіталу.....	76
2.3. Особливості здійснення інвестиційної діяльності підприємств кондитерської промисловості за рахунок позикових джерел фінансування.....	93
РОЗДІЛ 3. УДОСКОНАЛЕННЯ ФОРМУВАННЯ СТРУКТУРИ ДЖЕРЕЛ ФІНАНСУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ НА ПІДПРИЄМСТВАХ КОНДИТЕРСЬКОЇ ПРОМИСЛОВОСТІ УКРАЇНИ	107
3.1. Удосконалення системи вибору та формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств.....	107
3.2. Застосування теорії прийняття рішень при виборі джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств.....	121
3.3. Оптимізація структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств кондитерської промисловості.....	131
ВИСНОВКИ	153
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	156
ДОДАТКИ	173

ВСТУП

Сучасний стан кондитерської промисловості України характеризується динамічністю, що проявляється у збільшенні обсягів виробництва продукції та підвищенні прибутковості. Але продовження зростання промисловості, а також прискорене оновлення матеріально-технічної бази значною мірою залежать від інвестицій, залучених до неї, економічна природа яких зумовлена закономірностями розширеного відтворення.

Активна інвестиційна діяльність підприємств кондитерської промисловості дозволяє прискорити темпи відтворення засобів виробництва. У свою чергу, цей процес залежить від прийняття інвестиційних рішень суб'єктів підприємництва, які ґрунтуються на інформації про привабливість об'єктів інвестування та можливості залучення різноманітних джерел фінансування інвестиційної діяльності.

Ринкові механізми дозволяють залучати широке коло джерел інвестування, у зв'язку з різноманітністю яких перед підприємствами постає завдання формування їх оптимальної структури. Водночас спостерігається розрив між кількістю джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств і методичною базою, що не дозволяє ефективно обирати з цього різноманіття оптимальні джерела інвестування.

Теоретичні і методичні аспекти проблеми формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств знайшли відображення у працях багатьох зарубіжних та вітчизняних вчених. Основні методологічні підходи щодо дослідження джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств розроблені в працях відомих зарубіжних вчених: Г. Аккерлофа, Дж. Р. Брейлі, Ю. Брігхема, Дж. Ваховича, Дж. Вільямса, Л. Дж. Гітмана, Б. Грінвалда, М. Йєнсена, М. Кейнса, С. Майєрса, К. Маркса, А. Маршалла, Р. Масюліса, У. Меклінга, Р. Мертонна, М. Міллера, Ф. Модільяні, А. Пігу, А. Сміта, Дж. Стігліца, Дж. Тобіна, М. Фрідмена, Ф. Хайєка, Д. Хікса, Дж. Ван Хорна, Й. Шумпетера, У. Шарпа тощо.

Різнманітні аспекти інвестиційної діяльності підприємств у сучасній економіці досліджують як багато вчених близького зарубіжжя, так і вітчизняних вчених, зокрема І. Бланк, Л. Борщ, В. Бочаров, П. Вахрин, С. Гуткевич, А. Дука, І. Івашківська, Л. Ігоніна, М. Крейніна, В. Ковальов, Т. Майорова, Л. Нейкова, А. Пересада, А.

Поддєрьогін, В. Прядко, М. Ример, М. Рудик, О. Стоянова, Н. Татаренко, Ф. Тумусов, В. Федоренко, В. Чабан, Д. Черваньов, Д. Черник тощо.

Проте, незважаючи на багатогранність проведених досліджень, окремі аспекти формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств у сучасних умовах розвитку вітчизняної економіки залишаються недостатньо розробленими, зокрема: досі не сформована детальна класифікація джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств; відсутній чіткий взаємозв'язок методів і форм її фінансування в залежності від різних факторів, що впливають на інвестиційну діяльність; недостатньо розроблені підходи щодо вибору і оптимізації структури джерел фінансування інвестиційної діяльності.

Науково-теоретична та практична значимість перелічених напрямів дослідження свідчить про актуальність теми монографії.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО–МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВ ТА ДЖЕРЕЛА ЇЇ ФІНАНСУВАННЯ

1.1. Економічна сутність категорії «інвестиції» в процесі інвестиційної діяльності підприємств

Трансформація економічних відносин передбачає ефективне здійснення інвестиційної діяльності з метою розв'язання проблем розвитку ринкових відносин в країні.

Інвестиційна діяльність відіграє ключову роль у фундаментальних економічних процесах як на рівні економіки країни, так і на рівні підприємств. Від її якісних і кількісних характеристик залежить виробничий потенціал країни, ефективність його функціонування, галузева та відтворювальна структура суспільного виробництва, спрямованість стратегій соціально-економічного розвитку суспільства.

Пріоритетна важливість інвестиційної діяльності обумовлює науковий інтерес щодо дослідження її економічної сутності. Незважаючи на те, що даній проблематиці присвячено багато праць, вона не знайшла кінцевого розв'язку і залишається дискусійною. Узагальнення економічних джерел свідчить про наявність істотних розбіжностей у визначеннях інвестиційної діяльності і її понятійного ядра – інвестицій.

Тому, перш за все, необхідно уточнити термінологію наукового дослідження виходячи із наявного на даний момент наукового та практичного досвіду, виявити та обґрунтувати закономірності формування і використання інвестиційних ресурсів в умовах розвитку ринкових відносин.

Специфіка панівних форм господарювання, конкретні етапи економічної еволюції та історико-економічного розвитку визначили появу і розвиток різних підходів до розуміння економічної сутності інвестицій, що призвело до появи цілої низки їх визначень як поняття.

Термін «інвестиції» походить від лат. invest, що означає «вкладати» [196, с. 415]. В більш широкому трактуванні інвестиції являють собою вкладення капіталу з метою наступного його примноження.

Проведений ретроспективний аналіз показав різноманітність трактувань категорії «інвестиції».

Так, Франсуа Кене (1694–1774) [13, с. 22] розглядає інвестиції як початкові аванси або капітальні вкладення. На його думку вони є витратами на виробництво, які визначають вартість товарів. Представлені у грошовому вираженні інвестиції Кене поділяє на основний і оборотний капітал, які відшкодовуються в ціні товару.

Жак Тюрго (1727–1781) [24, с. 464] вбачає в інвестиціях рухомий капітал, таким чином підкреслюючи його динамічність.

Нассау Сеніор (1790–1864) [163, с. 38–39] пов'язує різні форми інвестицій з різними факторами їхнього зростання. Такими факторами, на його думку, є земля, праця та «утримання». Земля може бути інвестованою і давати дохід, але не може поповнюватись за рахунок інвестицій. Додатковими інвестиціями щодо праці виступають ті, які забезпечують підвищення розмірів заробітної плати, за рахунок чого вдосконалюється робітник, і формуються підстави для зростання зайнятості. Розміри їх залежать від утримання. Інвестиційна теорія Сеніора базується на теорії утримання, тобто «поведінки» людини, котра утримується від невиробничого використання того, що є в її розпорядженні, свідомо віддаючи перевагу виробництву, яке має віддалені, а не негайні результати. Але, разом з тим, інвестиції у Сеніора є незалежною величиною, що формується як функція від утримання.

Карл Маркс (1818–1883) [13, с. 235] розглядає інвестиції як функцію від прибутку.

Джон Гобсон (1858–1940), Ральф Хоутрі (1879–1975) та Йозеф Шумпетер (1883–1950) ототожнюють інвестиції із заощадженнями [163, с. 80, 85, 90].

«Найбільш загальним визначенням, яке можна дати акту вкладання капіталу, – писав французький економіст П. Массе, – було таке: інвестування представляє собою акт обміну задоволення сьогоденної потреби на очікуване задоволення їх у майбутньому з допомогою інвестиційних благ» [94, с. 27]. Наведене визначення має суто психологічний аспект: передбачаються наміри, згода не задовольняти потреби сьогодні в сподіванні отримати в майбутньому блага та послуги, які перевищують вартість вкладених.

Джон Мейнард Кейнс (1883–1946) [59, с. 117] розуміє під інвестиціями поточний приріст цінностей капітального майна

внаслідок виробничої діяльності даного періоду, тобто ту частину доходу за даний період, яка не була використана для споживання.

В наведеному визначенні чітко виявлена сутнісна характеристика інвестицій та їх подвійність: з однієї позиції Дж. Кейнс вбачає у них величину акумульованого доходу з метою накопичення та обсяг ресурсів, тобто потенційний інвестиційний попит, з іншої – інвестиції виступають у формі вкладень (витрат), які визначають приріст вартості капітального майна, тобто як реалізовані попит та пропозиція.

Крім того, сам Кейнс [59] при розгляді сутності поняття «чисті інвестиції» робить посилання в своїй роботі «Общая теория занятости, процента и денег» на деяких економістів (і, зокрема, на Хоутрі), з точки зору яких чистими інвестиціями є збільшення чистої цінності всіх видів капітального майна в результаті виробничої діяльності даного періоду. Вважаємо такі висловлювання вельми нечіткими і цілковито не відзеркалюючими сутності інвестицій, тим більше, що вони мало застосовувані на практиці, в тому числі і з урахуванням сучасних українських економічних реалій.

Незважаючи на те, що термін «інвестиції» вже досить давно увійшов у категоріальний апарат світової економічної науки, у вітчизняній економічній літературі тривалий час дана категорія трактувалась занадто вузько. Так, в рамках централізованої планової економіки більшість радянських вчених ототожнювали термін «інвестиції» з терміном «капітальні вкладення», яке розуміли як затрати праці, матеріально-технічних ресурсів на відтворення основних фондів. На їхню думку, за допомогою капітальних вкладень відбувалось розширення сфери застосування праці і залучення у матеріальне виробництво нових працівників при відносному зменшенні їх кількості на одиницю виробничої потужності.

Так, Ф.С. Тумусов [164, с. 5] вважає, що інвестиційне відтворення у СРСР зводилось до відтворення основних виробничих і невиробничих фондів, а інвестування здійснювалось, головним чином, у формі централізованих капітальних вкладень. На його думку це призвело до того, що поняття інвестицій, інвестиційного процесу, відтворення у інвестиційній сфері розглядалось вузько, спрощено, не охоплюючи, за сутністю весь процес відтворення, кругообіг інвестицій.

Академік Т.С. Хачатуров [172, с. 45] в роботі «Ефективність капітальних вкладень» (1979 р.) розумів під капітальними

вкладеннями витрати на відтворення основних фондів, їх примноження і вдосконалення. Аналогічної точки зору притримувались І. Зенкова [49, с. 60] та Р. Уотермен [166, с. 45].

У Типовій методиці визначення економічної ефективності капітальних вкладень, яка вийшла у 1981 році, а також в інших методичних рекомендаціях інвестиції розглядалися вже не тільки як вкладення в основні фонди, а й у приріст суспільних благ. Це є початком нових досліджень в радянській економічній науці обігу інвестицій і його окремих стадій. У відповідності до цього виділяють витратний і ресурсний підходи до визначення економічної сутності капітальних вкладень. При витратному підході капітальні вкладення розглядалися як витрати на просте та розширене відтворення основних фондів [48, с. 3; 51, с. 5; 157, с. 5; 169, с. 3]. Віддзеркалюючи специфіку господарського механізму адміністративно-командної системи, який був панівним як в теорії, так і на практиці, основною вважалась виробнича стадія руху коштів, а значення грошової форми обігу основного капіталу применшувалось і обмежувалось переважно рамками будівельного комплексу.

Основою ресурсного підходу стало виокремлення ресурсів як складової елемента капітальних вкладень. Останні розглядалися як фінансові кошти, що необхідні для відтворення основних фондів [71, с. 100].

Вагомим поштовхом у розвитку економічної думки можна вважати публікації щодо введення до складу капітальних вкладень витрат на формування обігових фондів, оскільки основні фонди не можуть функціонувати відокремлено від обігових засобів, так як самі по собі не дають ні продукції, ні накопичень. Вважати приріст прибутку (доходу) підприємства тільки наслідком функціонування основних фондів неправомірно. Такої позиції дотримувались такі вчені-економісти, як В. Чернявський, Б. Егізарян, Л. Брагінський, Ф. Кравцов та багато інших [18, с. 226; 41, с. 37; 69, с. 44–45; 180, с. 43].

У зарубіжній літературі використовується як термін «інвестиції», так і термін «капітальні вкладення». Так, Д. Норткотт [104, с. 1–2] розрізняє інвестиційні рішення і рішення щодо капітальних вкладень. Капітальні вкладення він розглядає як статтю в бюджеті довгострокових витрат, в якому визначаються напрямки довгострокових інвестицій і джерел їх фінансування. На його думку, питання щодо джерел фінансування є невід'ємною частиною

інвестиційних рішень, а капітальні вкладення тісно пов'язані з вибором інвестиційних проектів. Кожне з цих питань впливає одне на одного. Під інвестиціями, що розглядаються як капітальні вкладення, мають на увазі купівлю обладнання, а також інші витрати, що пов'язані зі здатністю підприємства досягати стратегічні й оперативні цілі. Капітальні вкладення (капітальне інвестування) мають на увазі прийняття рішень щодо довгострокового, ризикового вкладення коштів в активи підприємства. Ці рішення приймаються у внутрішньому соціальному середовищі фірми і впливають на всі аспекти життєдіяльності підприємства (в тому числі і співробітники компанії).

Отже, узагальнюючи всі наведені визначення можна зробити висновок, що метою здійснення капітальних вкладень є підвищення технічного рівня виробництва, розв'язок різноманітних соціальних задач, розвиток науково-технічного прогресу, концентрація матеріальних, фінансових та трудових ресурсів.

З прийняттям Закону України «Про інвестиційну діяльність» [123, ст. 1] під капітальними вкладеннями стали розуміти інвестиції у відтворення основних фондів і на приріст матеріально-виробничих запасів.

Оскільки ще досить часто зустрічаються трактування, що пов'язують поняття «інвестиції» виключно з капітальними вкладеннями, ще раз підкреслимо, що капітальні вкладення є значно вузьчим поняттям, так як включають в себе обмежений набір об'єктів вкладання коштів і тому не можуть ототожнюватися з інвестиціям, а розглядаються лише як одна з їх форм.

В результаті переходу від адміністративно-командного методу господарювання до ринкового, термін «інвестиції» є більш актуальним для сучасної економіки України.

Аналіз сучасної зарубіжної і вітчизняної літератури дозволив виділити традиційні підходи до трактування цього поняття.

Перший підхід в якості критерію віднесення тих чи інших господарських процесів до інвестицій використовує мету їх здійснення. Американські економісти Л.Дж. Гітман та М.Д. Джонк [27, с. 10] розуміють під інвестиціями будь-який інструмент, в який можна вкласти гроші, з метою збереження чи примноження їх вартості і (або) забезпечення позитивної величини доходу.

Розенберг Дж. [135, с. 173] визначає інвестиції як використання грошей з метою отримання більших грошей, отримання доходу або досягнення приросту капіталу, або для того і іншого.

Згідно Закону України «Про інвестиційну діяльність» [123, ст. 1] інвестиціями є всі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, в результаті якої створюється прибуток (доход) або досягається соціальний ефект. Таке визначення інвестицій є найбільш розповсюдженим і подається у більшості сучасних вітчизняних підручників. Воно має двоїстий характер: з одного боку інвестиції розглядаються як засіб примноження капіталу, з другого – як засіб надання певних соціальних послуг, які в кінцевому випадку сприяють соціально-економічному розвитку суспільства. Окрім того, у наведеному у Законі України «Про інвестиційну діяльність» визначенні враховується не тільки дієвість інвестицій, розкриваючи при цьому взаємозв'язок, процес перетворення інвестиційних ресурсів у вкладення, витрати, а ще подається широка класифікація інвестицій.

Матькін Ю.А. [95, с. 20] мету здійснення інвестицій вбачає не тільки в досягненні соціального, економічного, а й екологічного ефекту. Аналогічної погляди мають і такі економісти, як О.Б. Крутик та О.Г. Нікольська [73, с. 10] розуміючи під інвестиціями всі види цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, в результаті якої утворюється прибуток (доход) або досягається соціальний ефект, екологічний ефект.

На думку І.О. Бланка [10, с. 38], інвестиціями підприємства є вкладення капіталу у всіх його формах в різні об'єкти (інструменти) його господарської діяльності з метою отримання прибутку, досягнення економічного ефекту, або, ще більш узагальнено, позаекономічного ефекту, тобто будь-якого іншого корисного ефекту. Проте, в такому випадку не зрозумілими є принципові відмінності інвестицій від інших операцій, оскільки і неінвестиційне споживання капіталу припускає деякий позитивний позаекономічний ефект.

В більш вузькому трактуванні розуміється тільки таке вкладення грошових коштів (капіталу) в галузі економіки, метою якого є отримання доходів (прибутку) [42, с. 157; 189, с. 166]. Проте, слід зазначити, що далеко не завжди метою інвестиційних вкладень є здобуття прибутку. В деяких випадках держава може направляти грошові кошти в окрему галузь економіки або в конкретне

підприємство для підтримання життєво необхідного для розвитку країни виробництва, не тільки не стягуючи плату за надані ресурси, але й не очікуючи в найближчій перспективі отримання будь-якого доходу.

Другим підходом, у відповідності до якого операції по вкладенню капіталу відносять до інвестицій, є строки їх використання, а саме уява про те, що тільки довгострокові вкладення необхідно відносити до інвестицій [43, с. 630–631; 156, с. 345; 191, с. 30]. Але, разом з тим, в літературі зустрічаються терміни «довгострокові» і «короткострокові інвестиції» [64, с. 13; 90, с. 12], що приходить у суперечку з розглянутим підходом, оскільки має на увазі, що до інвестицій можуть бути віднесені не тільки довгострокові вкладення.

Третім підходом виділення інвестицій є використання капіталу через певний час, а не на поточне споживання. Іншими словами, якщо споживання капіталу, що використовується здійснюється не в поточному періоді, а у наступних (не залежно від їх тривалості), то така операція має бути віднесена до інвестицій.

Лауреат Нобелівської премії в галузі економіки, У. Шарп із співавторами [183, с. 1] трактують термін «інвестиція» як відмову від певної цінності в поточному періоді з метою отримання цінності в майбутньому. Такої позиції притримуються і інші американські економісти [38, с. 13], розуміючи під інвестиціями відмову від поточного споживання на користь майбутнього споживання.

Бірман Г. і Шмідт С. [8, с. 13] наголошують на тому, що інвестор відмовляється від задоволення поточних потреб в розрахунку на очікуване задоволення в майбутньому, але вже в більших розмірах.

Цікаве визначення також дають такі економісти як Ф.К. Беа, Е. Діхтл та М. Швайтцер [190, с. 724]: «Інвестиція – це капіталовкладення, яке спрямовується на забезпечення підприємства факторами виробництва (реальна інвестиція) або на купівлю цінних паперів (портфельна інвестиція), яке охоплює декілька періодів часу».

Загалом, на нашу думку, існуючі визначення інвестицій можна поділити на фінансові та економічні. У фінансових визначеннях увага акцентується на отриманні доходу або іншого ефекту. У економічних визначеннях – на примноженні, внаслідок інвестування, виробничого

потенціалу. Типовими представниками економічної дефініції інвестицій є визначення, що виділяються у межах економічної теорії.

Характеризуючи економічну сутність інвестицій, слід відзначити, що в сучасній економічній літературі термін «інвестиції» іноді трактується помилково. Найбільш типовою помилкою є те, що під інвестиціями розуміється будь-яке вкладення коштів, яке може і не призводити ні до зростання капіталу, ні до отримання прибутку. До них часто відносять так звані «споживчі інвестиції» (придбання телевізорів, автомобілів і т.д.), які за своєю економічною сутністю до інвестицій не відносяться. Кошти, спрямовані на купівлю цих товарів, витрачаються в такому випадку на безпосереднє довгострокове споживання.

Така помилка має місце зважаючи на те, що межа, яка розділяє «споживчі інвестиції» і інвестиції як економічну категорію, є доволі нечіткою. Так, наприклад, придбання квартири правильно відносити до «споживчих інвестицій», якщо такий здобуток не має за мету подальший продаж або здавання в оренду. В іншому випадку, така купівля не суперечить сутності економічної категорії «інвестиції».

Варто зауважити, що вільні грошові кошти ще не інвестиції, так як цінність готівкових коштів може бути знецінена внаслідок інфляції і вони не можуть забезпечити ніякого доходу. Напроти, якщо ту ж саму суму грошових коштів розмістити на депозитному рахунку в банку, спрямувати на купівлю або будівництво, скажімо, підприємства, купівлю виробничого обладнання, вкласти у підвищення освітнього і культурного рівня працівників і т.д., то це дозволить підвищити ефективність виробництва і підвищити прибуток. В такому випадку їх можна віднести до категорії інвестиції, оскільки таке вкладення гарантує певний дохід.

Узагальнення багатьох точок зору щодо трактування терміну «інвестиції» дозволяє зробити висновок, що інвестиціями можна вважати майнові та інтелектуальні цінності, які вкладаються у розвиток різних сфер життя суспільства як з метою отримання прибутку, так і з метою підтримання функціонування життєво важливих для економіки об'єктів. Таке визначення, на наш погляд, є найбільш повним, так як окрім всього, уточнює цілі інвестування.

Згідно Закону України «Про інвестиційну діяльність» [123, ст. 1] інвестиції можна вкладати у вигляді: коштів, цільових банківських вкладів, паїв, акцій та інших цінних паперів; рухомого та нерухомого майна (будинків, споруд, устаткування та інших матеріальних

цінностей); майнових прав, що впливають з авторського права, досвіду та інших інтелектуальних цінностей; сукупності технічних, технологічних, комерційних та інших знань, оформлених у вигляді технічної документації, навиків та виробничого досвіду, необхідних для організації того чи іншого виду виробництва, але не запатентованих («ноу-хау»); прав користування землею, водою, ресурсами, будинками, спорудами, обладнанням, а також інших майнових прав; інших цінностей.

Для усвідомлення економічної сутності інвестицій [65, с. 120] важливо розрізняти інвестиції, що пов'язані з прийняттям конкретних інвестиційних рішень на мікроекономічному рівні від інвестицій, що реалізуються на макроекономічному рівні. На макроекономічному рівні до інвестицій відносяться лише ті вкладення, які забезпечують розширення діючого або створення нового капіталу. Такі інвестиції часто трактуються як частина валового національного продукту, що призначена для використання в майбутньому. Вкладення індивідуальних інвесторів, що спрямовані на придбання або перерозподіл вже наявних активів, наприклад, на купівлю цінних паперів на вторинному ринку чи придбання діючого супермаркету або інших інвестиційних об'єктів, не є інвестиціями на макроекономічному рівні.

Аналогічної точки зору притримується і український економіст О.В. Мертенс [98, с. 3]. Він наголошує, що інвестиції у макроекономіці є частиною сукупних витрат, яка складається з витрат на нові засоби виробництва (виробничі чи фінансові інвестиції), інвестиції у нове житло, і приріст товарних запасів. Тобто, інвестиції – це частина валового внутрішнього продукту, яка не використана у поточному періоді і яка забезпечує приріст капіталу в економіці.

В теорії виробництва, і в цілому в мікроекономіці, інвестиції є процесом створення нового капіталу (включаючи як засоби виробництва, так і людський капітал).

Разом із цим, інвестиції це не витрати (хоча супутні витрати і крокують разом з інвестиціями), а саме їх авансування. Воно відрізняється від витрат тим, що кошти (ресурси) вкладаються з поверненням авансованої вартості, причому з нарощенням, чому відповідає поняття авансованого капіталу. Авансування може виступати в грошовій, натурально-речовій та інформаційних формах.

Таким чином, інвестиції на макрорівні здійснюються у розвиток продуктивних сил суспільства, а на мікрорівні – у розвиток продуктивних сил індивідуального інвестора, тобто підприємства.

Інвестиції як економічна категорія виконують ряд функцій [92, с. 10–21], без яких неможливо уявити нормальний розвиток економіки країни.

Інвестиції на макрорівні є основою для: здійснення політики розширеного відтворення; прискорення науково-технічного прогресу, підвищення якості і забезпечення конкурентоздатності вітчизняної продукції; структурної перебудови суспільного виробництва і збалансованого розвитку всіх галузей народного господарства; створення необхідної сировинної бази промисловості; громадського будівництва, розвитку охорони здоров'я, культури, вищої та середньої школи, а також розв'язку інших соціальних проблем; пом'якшення та розв'язання проблем безробіття; охорони природного середовища; конверсії військово-промислового комплексу; забезпечення оборонної здатності держави і розв'язку багатьох інших проблем.

Спрямування інвестицій на збільшення реального капіталу суспільства (придбання машин, обладнання, модернізація і будівництво споруд) підвищує виробничий потенціал економіки. Інвестиції у виробництво, нові технології допомагають вижити в жорсткій конкурентній боротьбі як на внутрішньому ринку, так і на зовнішньому, дають можливість більш гнучкого регулювання цін на власну продукцію.

В макроекономічному аспекті теперішній добробут багато в чому є результатом вчорашніх інвестицій, а інвестиції сьогодення, у свою чергу, є основою майбутнього росту валового внутрішнього продукту і більш високого добробуту.

Не менш важливе значення мають інвестиції і на мікрорівні. Так, на цьому рівні вони необхідні для розширення і розвитку виробництва; недопущення надмірного морального і фізичного зносу основних засобів; підвищення технічного рівня виробництва; підвищення якості і забезпечення конкурентоспроможності продукції певного підприємства; здійснення природоохоронних заходів; придбання цінних паперів і вкладення коштів в активи інших підприємств тощо.

Таким чином, значення інвестицій неможливо переоцінити, так як вони є важливою складовою соціально-економічного розвитку держави і відіграють важливу роль як на макро-, так і на мікрорівні.

Для аналізу, планування, а також для підвищення ефективності інвестицій на макро- та мікрорівні, необхідна їх науково обґрунтована класифікація. Відповідна класифікація може бути дуже корисною при виборі методів та джерел інвестиційної діяльності.

У економічній літературі існує ціла низка підходів до класифікації інвестицій, що обумовлено, по-перше, виділенням різних рівнів класифікації, а саме, макро- чи мікрорівень; по-друге, неможливістю виділення оптимальної класифікації інвестицій на мікрорівні, оскільки господарюючі суб'єкти різняться галузевою приналежністю та організаційною структурою, а отже жодна класифікація не буде всеохоплюючою для окремо взятого суб'єкта господарювання.

Класифікація інвестицій проводиться на основі ознак (або критеріїв), які дозволяють об'єднати інвестиції у однорідні за класифікаційною ознакою групи. Аналіз існуючих підходів до класифікації інвестицій, на наш погляд, є корисним як з точки зору теорії, так і з точки зору конкретного суб'єкта господарювання, тобто практики [2, с. 54–57; 10, с. 87–94; 17, с. 302–304; 40, с. 54–61; 54, с. 5–10; 64, с. 11–14; 90, с. 11–13; 92, с. 14–20; 118; 128, с. 11–12; 129; 134, с. 26–29] (Додаток А).

Базисною типологічною ознакою, на наш погляд, слід вважати класифікацію за об'єктами вкладення капіталу, у відповідності з якою виділяють реальні і фінансові інвестиції. Саме такий поділ інвестицій дається переважною більшістю як вітчизняних, так і зарубіжних економістів [16, с. 51; 27, с. 10–11; 183, с. 1–2 та ін.]. Але зустрічається також і ще один поділ інвестицій за цією ознакою на капітальні та фінансові [118]. Таким чином, існує необхідність уточнення наведених понять та визначення відмінностей між реальними та капітальними інвестиціями.

Реальні інвестиції визначають як кошти, вкладені у реальні активи як матеріальні (основні та оборотні виробничі засоби, будівлі, споруди, обладнання, товарно-матеріальні цінності), так і нематеріальні (патенти, ліцензії, «ноу-хау», технічна, науково-практична, інструктивна, технологічна, проектно-кошторисна та інша документація) [178, с. 21]. Реальні інвестиції часто називають виробничими інвестиціями, разом з тим, в економічній літературі і

практиці господарювання за ними закріпилась назва капітальних вкладень (або капіталоутворюючі інвестиції).

Згідно Податкового кодексу України [118, ст. 14] під капітальною інвестицією слід розуміти господарську операцію, яка передбачає придбання будинків, споруд, інших об'єктів нерухомої власності, інших основних фондів та нематеріальних активів, що підлягають амортизації.

Оскільки об'єктом вкладення капітальних інвестицій виступає лише основний капітал, в той час, як об'єктом реальних інвестицій є основний і оборотний капітал (виробничі запаси, товарно-матеріальні цінності), то заміна терміну «реальна інвестиція» на термін «капітальна інвестиція» є не зовсім коректним, а поділ інвестицій лише на капітальні та фінансові є дещо неточним, тому що в такому випадку не враховуються об'єкти оборотного капіталу.

Фінансові інвестиції – активи, які утримуються підприємством з метою збільшення прибутку (відсотків, дивідендів тощо), зростання вартості капіталу або інших вигод для інвестора [119]. Тобто це вкладання коштів у різноманітні фінансові інструменти – цінні папери, депозити, цільові банківські вклади тощо.

Трактування категорії «інвестиції» як процесу найбільш глибоко розкривається поняттями «інвестиційна діяльність» та «інвестиційний процес». Тому, на нашу думку, не менш важливим є розгляд і уточнення сутності наведених категорій.

В Законі України «Про інвестиційну діяльність» подане наступне визначення: «Інвестиційною діяльністю є сукупність практичних дій громадян, юридичних осіб і держави щодо реалізації інвестицій» [123, ст. 2].

Разом з цим, в Положенні (стандарті) бухгалтерського обліку 4 «Звіт про рух грошових коштів» під інвестиційною діяльністю розуміється придбання та реалізація тих необоротних активів, а також тих фінансових інвестицій, які не є складовою частиною еквівалентів грошових коштів [120]. Подане визначення, на нашу думку, є дещо неповним, так як в процесі здійснення інвестиційної діяльності не розглядається такий момент, як формування і використання ресурсів інвестування.

На мікрорівні [14, с. 290] під інвестиційною діяльністю розуміється процес обґрунтування і реалізації найбільш ефективних форм вкладання капіталу, спрямованих на розширення економічного

потенціалу підприємства, а на макрорівні [92, с. 10] така діяльність спрямована на інтенсифікацію економічного зростання.

На наш погляд, найбільш повне визначення подають Н.О. Татаренко та А.М. Поручник [163, с. 5], розуміючи під інвестиційною діяльністю послідовну, цілеспрямовану діяльність, що полягає в капіталізації об'єктів власності, у формуванні та використанні інвестиційних ресурсів, регулюванні процесів інвестування і міжнародного руху інвестицій та інвестиційних товарів, створенні відповідного інвестиційного клімату і має на меті отримання прибутку або певного соціального ефекту. Але, слід зауважити, що при розкритті сутності інвестиційної діяльності авторами використовуються поняття процесу інвестування, тобто в даному випадку наведені терміни розглядаються як синоніми. Так, І. Зенкова [49, с. 60] вважає, що процес інвестування пов'язаний із розширенням, підтриманням, оновленням і вдосконаленням основних фондів. Аналогічні погляди на термін «інвестування» мають і багато інших економістів.

Загалом саме поняття «інвестування» необхідно розглядати з трьох точок зору. В широкому сенсі воно означає вкладення капіталу з метою отримання доходу. У вузькому трактуванні – купівлю засобів виробництва, капіталовкладення, використання доходу з метою примноження фондів, спрямованих на розвиток виробництва, засобів виробництва. І, нарешті, це також вкладення у цінні папери.

На нашу думку, під категорією «інвестиційна діяльність» мається на увазі деяка суб'єктність (діяльність чия, кого?), в той час як інвестування припускає лише сам процес використання капіталу. Тому, вважаємо, що за своїм змістом, як процесу, до поняття «інвестування» ближче категорія «інвестиційний процес».

Борщ Л.М. [16, с. 47] у широкому розумінні трактує інвестиційну діяльність як послідовну сукупність дій її суб'єктів (інвесторів і учасників) щодо здійснення інвестицій з метою досягнення стратегічних цілей. У вузькому тлумаченні цього поняття автор застосовує термін «інвестиційний процес». Це поняття пов'язується з обґрунтуванням і реалізацією інвестиційних проектів.

Тумусов Ф.С. [164, с. 13] вважає, що інвестування чи інвестиційний процес – це процес відтворення і накопичення засобів виробництва і фінансів для забезпечення руху, відтворення капіталу, а інвестиційна сфера охоплює всю сукупність галузей народного господарства, в яких відбувається те накопичення засобів

виробництва і фінансових ресурсів, за рахунок яких відбувається відтворення капіталу.

На нашу думку, в такому визначенні до складу інвестиційного процесу не входять галузі соціальної сфери через те, що в них не відбувається накопичення засобів виробництва і фінансових ресурсів. В той же час вони є споживачами інвестицій і відповідно приймають участь у інвестиційному процесі.

Українські дослідники В.Я. Шевчук та П.С. Рогожин [185, с. 8] подають визначення інвестиційного циклу розуміючи при цьому один оборот інвестицій, що фактично являє собою рух вартості, авансованої в реальні активи від моменту акумуляції коштів до моменту їх відшкодування.

Таким чином, під інвестиційним процесом розуміється ряд повторюваних інвестиційних циклів [178, с. 41].

Інвестиційна діяльність підприємства, як і будь-яка система економічних відносин, має певні цілі функціонування і розвитку. З цією метою виділимо етапні та перспективні цілі інвестиційної діяльності підприємства.

Етапна ціль інвестиційної діяльності підприємства, на нашу думку, пов'язана з реалізацією окремо взятого інвестиційного циклу. Відповідно, така ціль інвестиційної діяльності підприємства виражається у отриманні доходу від інвестиційних вкладень в межах одного інвестиційного циклу.

Разом з цим, рух інвестицій в процесі інвестиційної діяльності підприємства носить постійно повторюваний і відновлювальний характер, що є підґрунтям для його аналізу у довгостроковій перспективі. Дана обставина висуває необхідність визначення перспективної цілі інвестиційної діяльності підприємства. Така ціль, на нашу думку, перш за все, підпорядкована пріоритетній стратегічній меті фінансово-господарської діяльності підприємства у ринковій економіці – зростанню його вартості.

З цих позицій перспективна ціль інвестиційної діяльності підприємства полягає у стабільному перевищенні доходів від інвестування над вкладеними інвестиційними ресурсами, що забезпечує у довгостроковому періоді з врахуванням динамізму і невизначеності ринкового середовища зростання чистого дисконтованого грошового доходу. Оскільки останній найбільш точно виражає інвестиційну вартість підприємства, то перспективна

ціль інвестиційної діяльності підприємства виступає як зростання його інвестиційної вартості.

Структурний аспект інвестиційної діяльності як системи економічних відносин пов'язаний з оптимізацією співвідношення інвестиційних ресурсів і вкладень, що є підґрунтям стабільного зниження вартості використовуваних інвестиційних ресурсів, і зростання інвестиційної вартості підприємства. Функціональний аспект проявляється в процесі ефективного формування і вкладення інвестиційних ресурсів, що здатне забезпечити в умовах мінливого внутрішнього та зовнішнього середовища розширене відтворення інвестиційної діяльності підприємства.

Реалізація цілей інвестиційної діяльності пов'язана із вирішенням низки задач. Вітчизняні дослідники виділяють наступні задачі інвестиційної діяльності [10, с. 116–121; 17, с. 10; 178, с. 34–39]: забезпечення високих темпів економічного розвитку підприємства; забезпечення максимізації чистого прибутку, що залишається в розпорядженні власників підприємства від інвестиційної діяльності; забезпечення мінімізації інвестиційних ризиків та збереження цілісності та неушкодженості навколишнього середовища в процесі реалізації інвестиційних проектів та програм; забезпечення оптимальної ліквідності інвестицій та можливості швидкого реінвестування капіталу; забезпечення формування необхідних обсягів та оптимальної структури інвестиційних ресурсів з урахуванням потреб на довготермінову перспективу; підтримання фінансової стійкості та платоспроможності підприємства у процесі здійснення інвестиційної діяльності; пошук і обов'язкове здійснення шляхів прискорення реалізації інвестиційних програм та проектів підприємства тощо.

Отже, виходячи з проведених досліджень тлумачення категорії «інвестиційна діяльність» нами пропонується авторське визначення даного поняття: інвестиційна діяльність – це система економічних відносин, пов'язаних з динамічним процесом мобілізації інвестиційних ресурсів і їх трансформації в інвестиційні вкладення з метою приросту інвестованого капіталу у формі доходу і збільшенням інвестиційної вартості підприємства.

З'ясувавши економічну сутність та види інвестицій, логічно перейти до питання формування джерел інвестиційної діяльності.

1.2. Класифікація та характеристика джерел, форм і методів фінансування інвестиційної діяльності

Вихідним положенням інвестиційної діяльності підприємства є формування інвестиційних ресурсів, кількісні і структурні характеристики яких безпосередньо впливають на масштаби та ефективність інвестування та визначають перспективи розвитку підприємства. За цієї причини виявлення можливих джерел фінансування інвестиційної діяльності, їх класифікація, носять не тільки теоретичний інтерес, а мають й практичне значення.

Ресурси – це поняття, яке з точки зору словникового визначення має два значення: з одного боку, це запаси, джерела будь-чого, а з іншого боку – це засіб, до якого звертаються в разі необхідності [105, с. 604]. В економічній літературі частіше за все під інвестиційними ресурсами [40, с. 305; 178, с. 79; 185, с. 24] розуміють всі форми капіталу, які залучаються для здійснення вкладень в об'єкти реального, а також фінансового інвестування. Таким чином, інвестиційні ресурси окрім грошової, можуть залучатися і в інших альтернативних формах [3, с. 28], зокрема, природних ресурсах (земля, водні ресурси, корисні копалини та ін.); трудових ресурсах (робоча сила у працездатному віці); матеріально-речових ресурсах, які можуть бути використані в економічному розвитку (будівлі, споруди, машини і обладнання, транспортні засоби і засоби зв'язку і т.д.); інформаційних ресурсах (бази даних, всі види інтелектуально-інформаційних послуг тощо). Як правило, на інвестиційні ресурси, що залучаються в альтернативній формі, припадає невелика частка, найбільша частина мобілізується у грошовій формі.

Грошові, в тому числі і фінансові ресурси включають в себе всі грошові кошти, що спрямовані в якості інвестицій чи ті, що можуть бути інвестованими в певних умовах. Грошові кошти (ресурси) перетворюються у фінансові ресурси у випадку їх структурування в фонди цільового призначення, які використовуються для інвестування в тому чи іншому виді.

Огляд економічної літератури дав змогу зауважити про існування великої різноманітності поглядів вчених на розуміння природи джерела інвестицій [13; 24; 59; 93; 128; 163].

Як свідчить узагальнення проведеного дослідження на етапі раннього меркантилізму як джерело інвестицій розглядався доход від зовнішньої торгівлі, в період зародження та становлення економіки

капіталізму – прибуток (доход) від виробництва, потім – різноманітні форми заощаджень (табл. 1.1).

Таблиця 1.1

Погляди економістів на розуміння природи джерела інвестицій

Автор	Джерело інвестицій
Томас Ман (1571-1641), Джон Ло (1671-1729), Девід Юм (1711-1776)	Реальні гроші, доход від зовнішньої торгівлі
Жан Кольбер (1619-1683)	Капіталізація доходів, отриманих в сільському господарстві, зовнішня торгівля
В. Петті (1623-1687)	Прибуток, що залежить від величини заробітної плати та розмірів ренти
П'єр де Буагільбер (1646-1714)	Доход від виробництва
Жак Тюрго (1727-1781)	Заощадження капіталістів
Адам Сміт (1723-1790)	Заощадження, тобто надлишок доходів капіталістів, що не були спожиті
Давід Рікардо (1772-1823)	Заощадження капіталістів. Заперечував можливість грошового кредиту бути джерелом інвестицій.
Жан Батист Сей (1767-1832)	Заощадження капіталістів. Вважав кредит найбільш важливим джерелом інвестицій.
Джеймс Лодердейл (1759-1839)	Заощадження капіталістів та "паразитичних класів" (населення, землевласників)
Томас Мальтус (1766-1834)	Заощаджена, неспожита частина національного доходу
Джеймс Мілль (1773-1836)	Заощадження, в основному капіталістів
Джон Стюарт Мілль (1806-1873)	Заощадження капіталістів
Сімон де Сісмонді (1773-1842) – представник критичного напрямку в інвестиційній теорії	Заощадження, тобто надлишок доходів капіталістів, що не були спожиті
Карл Родбертус-Ягцов (1805-1875)	Частина неоплаченої праці найманих робітників
Чарльз Кері (1793-1879)	Прибуток торгової буржуазії, доходи від зовнішньої торгівлі, фермерських господарств, спекулятивних операцій з землею
Карл Маркс (1818-1883)	Прибуток капіталістів
Альфред Маршалл (1842-1924)	Заощадження
Ірвінг Фішер (1867-1947)	Заощадження
Джон Гобсон (1858-1940), Артур Пігу (1877-1959), Ральф Хоутрі (1879-1975)	Заощадження
Йозеф Шумпетер (1883-1950)	Заощадження, кредитна емісія
Дж. Мейнард Кейнс (1883-1946)	Заощадження

*складено за джерелами [13; 24; 59; 93; 128; 163]

Таким чином, на нашу думку, під джерелами фінансування інвестиційної діяльності слід розуміти джерела виникнення цінностей, які вкладаються в об'єкти інвестування.

Узагальнення літератури щодо джерел фінансування інвестиційної діяльності в умовах адміністративно-командної економіки свідчить, що вони є вкрай обмеженими. До реформи 1965 р. в СРСР [179, с. 226] найширше застосовувалося бюджетне фінансування капітальних вкладень. Проте, враховуючи слабку зацікавленість в ефективному використанні одержуваних безповоротно капітальних вкладень, робилися неодноразові спроби змінити політику безповоротного бюджетного фінансування розширеного відтворення через утворення на підприємствах за рахунок внутрішніх накопичень резервного капіталу, фонду поліпшення побуту робітників, фонду преміювання; створення фонду директора (за рахунок надпланового і частково планового прибутку); фонду розширення підприємства; впровадження практики довгострокового кредитування капітальних вкладень (з 1965 р.); створення фонду розвитку виробництва та ін.

До кінця 80-х років в СРСР в якості джерел інвестицій виступали, по-перше, централізовані (державні) капітальні вкладення, по-друге, кредити державних банків, по-третє, вкладення з прибутку підприємств, по-четверте, амортизаційні відрахування підприємств для цілей інвестування.

Такі джерела інвестицій не завжди могли на належному рівні забезпечити процес впровадження досягнень науково-технічного прогресу, підвищення якості продукції, охорону навколишнього середовища. Практика господарювання переконливо це довела, поставивши вітчизняну економіку на межу катастрофи.

Перехід до ринкових методів господарювання значно розширює джерела фінансування інвестиційної діяльності, створюючи їх багатоканальну систему. В якості таких джерел використовують власні, залучені, позичені кошти, іноземні інвестиції, бюджетні кошти. При цьому важливо вказати, що подібні джерела інвестиційних ресурсів мають місце і в країнах з розвинутою ринковою економікою.

Узагальнення сучасної економічної літератури показує, що класифікація джерел фінансування інвестиційної діяльності, як правило, здійснюється на підставі декількох ознак [11, с. 150–159; 66,

с. 22–23; 72, с. 78; 111, с. 348; 123, ст. 10; 178, с. 85–98; 185, с. 27–28 та ін.].

Під ознакою класифікації джерел фінансування інвестиційної діяльності нами розуміється будь-який критерій, завдяки якому в однорідну за класифікаційною ознакою групу виділяються деякі джерела. При складанні класифікації джерел фінансування інвестиційної діяльності найбільш часто відбувається їх поділ на: 1) зовнішні та внутрішні або 2) власні, позикові та залучені. Перша класифікаційна ознака є, на нашу думку, досить умовною. По-перше, не зрозуміло, по відношенню до чого джерела є внутрішніми або зовнішніми (чи то йдеться про підприємство, чи то про країну, тобто поділ на вітчизняні та іноземні інвестиційні ресурси). По-друге, деякі джерела не можуть чітко вважатися внутрішніми або зовнішніми. На нашу думку, необхідно використовувати другу класифікаційну ознаку, що визначає право власності на джерела інвестування.

Реінвестування власних джерел, перш за все прибутку, є найбільш привабливим для фінансування інвестиційної діяльності. Привабливість даного джерела обумовлена доступністю та незначним фінансовим ризиком.

Проте, тільки за рахунок власних джерел фінансування інвестиційної діяльності модернізувати реальний сектор економіки і забезпечити його динамічний розвиток неможливо. Тому цю задачу покликані розв'язати інші групи джерел, зокрема, залучені, позикові, державні тощо.

Окремо, на нашу думку, слід виділити групу епізодичних джерел інвестування з позиції імовірності їх виникнення, до якої доцільно включити прострочену кредиторську заборгованість; кошти, отримані як страхові відшкодування від аварій та стихійних лих; спонсорські та донорські кошти. При цьому епізодичність [105, с. 808] проявляється у випадковості та непостійності виникнення таких джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств.

Вітчизняні підприємства нерідко використовують для фінансування довгострокових вкладень короткострокові зобов'язання у вигляді кредиторської заборгованості, причому при умові порушення строків її погашення. Така ситуація є наслідком недостатності розвитку ринкових відносин в нашій країні. Епізодичність, короткостроковість такого джерела змушує розглядати його окремою групою. В дану групу також включені і кошти, отримані за страховими виплатами. Неможливість прогнозування

моменту виникнення цих джерел не дозволяє в достатньому обсязі використовувати їх при розгляді варіантів довгострокового інвестування.

В економічній літературі відсутня єдина точка зору відносно методів і форм фінансування інвестицій.

Деякі методи фінансування інвестицій наведені І.О. Бланком у навчальному посібнику «Інвестиційний менеджмент» [9, с. 398–402]. Ним виділено наступні методи фінансування інвестиційних програм і проектів: повне самофінансування, акціонування, венчурне фінансування, кредитне фінансування, змішане фінансування.

Аналогічної точки зору притримується і Д.М. Черваньов [178, с. 98–105], додаючи до вказаного І.О. Бланком переліку методів фінансування інвестицій ще бюджетне фінансування, лізинг та селенг.

Згідно В.Г. Золотогорова [50, с. 231], фінансування інвестиційних проектів може здійснюватися в різних формах, до яких відносяться акціонерна, бюджетна, лізинг, позикове фінансування та іпотека.

Окрім розглянутих підходів, методи фінансування інвестицій виділяються і у довідниковому посібнику під загальною редакцією В.В. Шеремета [168, с. 45]. Ним виділено наступні методи фінансування: акціонерне фінансування, державне фінансування, проектне фінансування та позичене фінансування.

Важливо відмітити, що наведені В.Г. Золотогоровим форми мало чим відрізняються від методів, виділених І.О. Бланком, Д.М. Черваньовим та В.В. Шереметом. Таким чином може скластися враження щодо адекватності понять «метод» і «форма».

Для розв'язання подібної суперечності, звернемося до етимології словосполучень метод фінансування та форма фінансування. У інвестиційному словнику під фінансуванням розуміється забезпечення фінансовими ресурсами економіки держави, соціальних потреб і програм, виробництва продукції, науково-технічних досліджень, будівництва й переобладнання підприємств, а також утримання бюджетних організації тощо [46, с. 480].

У тлумачному словнику С.І. Ожегова під методом розуміється спосіб практичного здійснення будь-чого, а під формою – зовнішній прояв будь-чого, що обумовлене певним змістом [105, с. 309, 761].

Виходячи з наведених дефініцій, на нашу думку, можливе використання як словосполучення «метод фінансування інвестицій», так і «форми фінансування». Проте з метою уникнення плутанини монографічного дослідження під методом фінансування будемо розуміти процес залучення інвестиційних ресурсів з метою фінансування інвестиційної діяльності. Під формами фінансування пропонуємо мати на увазі зовнішні прояви сутності методу фінансування. Таким чином, окремо взятий метод фінансування може мати свої форми вираження. При цьому, виокремлювані в рамках конкретного методу форми об'єднує їх економічна сутність, яка дозволяє відносити їх саме до певного методу фінансування інвестицій. Наприклад, залучення кредиту та емісія облігацій є формами запозиченого фінансування (яке нами розглядається як метод фінансування), оскільки їх залучення відповідає умовам поверненості, строковості та платності, і дозволяє об'єднати їх в рамках одного методу фінансування.

Запропонований нами підхід до визначення методу і форм фінансування інвестицій відповідає розглянутим вище підходам і дозволяє ліквідувати існуючі термінологічні суперечності.

Виходячи із запропонованого нами пропонується виділяти наступні методи та форми фінансування інвестицій (рис. 1.1).

Самофінансування використовується для реалізації невеликих інвестиційних проектів. Основою для самофінансування підприємства є власні кошти підприємства, які відносяться до внутрішніх джерел інвестицій і утворюються з прибутку, накопичень, амортизаційних відрахувань.

Прибутком в його кількісному вираженні виступає частина грошової виручки, яка утворюється як різниця між ціною продукції чи послуг, що реалізуються та її повною собівартістю. Після сплати до бюджету податків та інших обов'язкових платежів з прибутку підприємства залишається чистий прибуток, частина якого може спрямовуватися на інвестування виробничого і соціального характеру [90, с. 264].

Прибуток є основним внутрішнім джерелом формування інвестиційних ресурсів підприємства забезпечуючи його розвиток, що має надзвичайно важливе значення. Чим вищий рівень генерування прибутку підприємства, тим менше його потреба у залученні фінансових коштів для здійснення інвестицій з інших джерел, які в сучасних умовах є дуже обмеженими, і при всіх інших

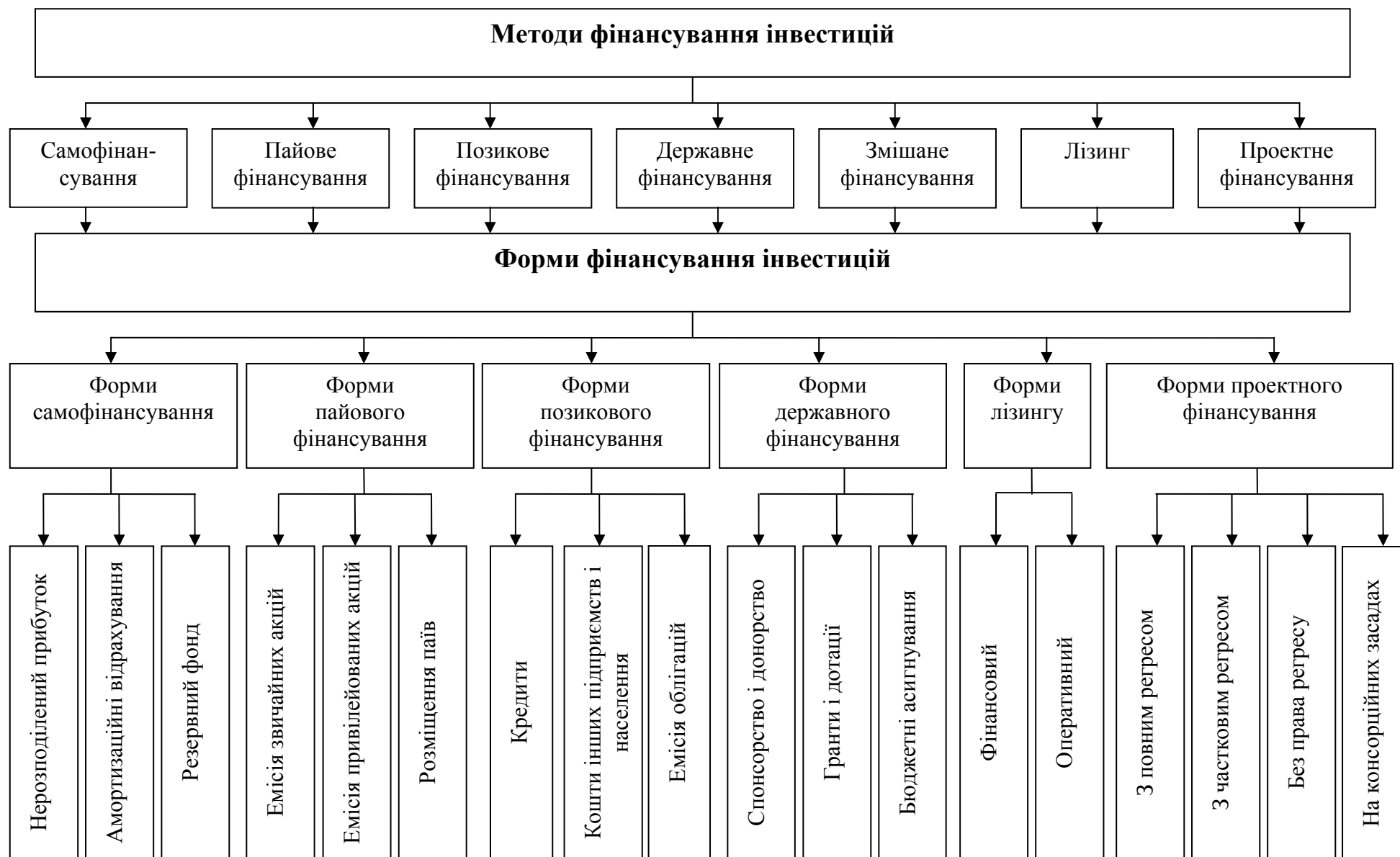


Рис. 1.1. Взаємозв'язок методів і форм фінансування інвестицій

*складено авторами

рівних умовах – тим вищий рівень самофінансування його розвитку, забезпечення реалізації стратегічних цілей такого розвитку тощо.

Важливо вказати і на те, що прибуток – це головне джерело (поряд з джерелом фінансування інвестицій) зростання ринкової вартості підприємства, так як здатність самозростання вартості капіталу забезпечується шляхом капіталізації частини отриманого підприємством прибутку. Тому, чим вища сума і рівень капіталізації отриманого підприємством прибутку, тим в більшому ступені зростає вартість його чистих активів (активів, що сформовані за рахунок власного капіталу), а відповідно і ринкова вартість в цілому, яка визначається при його продажу, злитті, поглинанні та в інших випадках.

Серед власних коштів другим джерелом фінансування інвестицій виступають амортизаційні відрахування. Так, академік М.Г. Чумаченко у своїх працях доводить, що амортизаційні відрахування мають подвійну функцію: по-перше, вони є розрахунковими витратами в собівартості продукції, по-друге, їхня сума у виручці від реалізації продукції (послуг) є джерелом фінансування інвестицій підприємства, у т.ч. експортоорієнтованого. При цьому зазначаючи, що ці відрахування є не фактичними, а розрахунковими витратами, які повертаються підприємству у вигляді коштів від реалізації продукції (робіт, послуг) [181; 182].

Власні кошти підприємств, незважаючи на їх значну роль, не завжди можуть забезпечити потреби підприємств в інвестиційних ресурсах. Тому для підприємства фінансування інвестиційної діяльності досить привабливою є перспектива залучення додаткових коштів шляхом емісії цінних паперів. Ця форма використовується для реалізації крупномасштабних інвестиційних проектів при галузевій чи регіональній диверсифікації інвестиційної діяльності. Щоправда, це може стосуватися лише стабільно працюючих підприємств. Мобілізація інвестиційних ресурсів при даній формі фінансування здійснюється через ринок цінних паперів. Водночас проблема додаткових емісій полягає в тому, щоб чітко визначити обсяг емісії, необхідний для розвитку підприємства і, в той же час, достатній для того, щоб не втратити контроль над підприємством. Ще одним важливим питанням при цьому є мінімізація витрат.

Емісія акцій, як метод фінансування інвестицій, зазвичай є альтернативою позиковому фінансуванню. І, хоча використання додаткової емісії звичайних акцій в якості альтернативи кредиту

пов'язано з меншими витратами (при значному обсязі ресурсів, що залучаються), до позикового фінансування на практиці звертаються частіше. Причина полягає в тому, що при частій емісії акцій може виникнути ряд перешкод. Перша перешкода обумовлена тим, інвестиційні ресурси акціонерне товариство отримує лише по закінченні розміщення випуску акцій. Розміщення ж, по-перше, потребує часу, а по-друге, випуск не завжди реалізується у повному обсязі. Друга перешкода полягає в тому, що розміщувані в рамках форми «емісія звичайних акцій» цінні папери є не позиковими, а пайовими. Тому, прийняття рішення щодо додаткової емісії може призвести до розмиття пропорційних часток участі колишніх акціонерів у статутному капіталі і зменшенню їх доходів. Це відбувається внаслідок збільшення статутного капіталу шляхом додаткової емісії звичайних акцій, що в свою чергу може призвести до збільшення кількості акціонерів і знизить розмір дивіденду на акцію. Такі перспективи викликають побоювання колишніх акціонерів, яке вони демонструють через продаж акцій. З метою уникнення подібної ситуації згідно Закону України «Про акціонерні товариства» [122, ст. 7] у статуті акціонерного товариства може передбачатися переважне право на купівлю «нових» акцій «колишніми» акціонерами. При реалізації такого права акціонер може купити акції нового випуску у розмірі, пропорційному його фактичній частці в капіталі акціонерного товариства.

Ототожнювати позикові і залучені кошти неприпустимо, оскільки перші з них функціонують на основі поверненості, платності та строковості, а другі є неповерненими і являють собою акціонерний капітал, який може створюватися методом акціонування інвестиційних ресурсів.

На відміну від облігацій, які відносяться до позикових коштів, акції – цінні папери, які не підлягають погашенню. Акціонер не має права вимагати повернення вкладених грошових коштів. Повернути ці кошти акціонер може тільки шляхом продажу акцій іншій особі на вторинному ринку цінних паперів.

Таким чином, акціонер має право власності у статутному капіталі підприємства, право на отримання дивідендів, право на частку майна в разі ліквідації акціонерного товариства, а також можливість отримання додаткового прибутку при продажі акцій за ціною вищою, ніж та, за якою вони були придбані (курсова різниця).

Вказані вище права акціонера можуть диференціюватися в залежності від типу акцій: звичайні (прості) та привілейовані.

Бочаров В.В. та Леонтьєв В.Є. [17, с. 327–328] виділяють методом «кредитне фінансування», а в якості його форм довгострокові банківські кредити та облігаційні позики.

Згідно В.В. Шеремета [168, с. 70], формами кредитного фінансування є банківські кредити та лізинг.

На нашу думку, в якості методу фінансування інвестицій доцільно виділяти не «кредитне фінансування», а «позикове фінансування», що дозволяє об'єднати в рамках даного методу наступні форми позикового фінансування: кредит, облігаційні позики та залучення позичених коштів підприємств та населення.

На даний момент класичною і найбільш розповсюдженою формою залучення позикових зовнішніх ресурсів є банківський кредит, який виступає одним з найважливіших ресурсів, що мобілізується на фінансовому ринку.

Під кредитом розуміється позика в грошовій чи товарній формі на умовах поверненості і зазвичай з виплатою відсотків. Кредити розрізняються за різноманітними ознаками [168, с. 70–71], зокрема, за типом кредитора виділяють банківський та комерційний кредит; за формою надання – товарний та фінансовий кредит; за метою надання – інвестиційний та іпотечний кредит; за строками дії – коротко-, середньо- та довгостроковий кредит.

Банківський кредит надається підприємству на підставі кредитного договору, кредит надається на умовах платності, строковості та поверненості під наступне забезпечення: гарантії, застава нерухомістю, застава інших активів підприємства. При цьому важливу роль для підприємства відіграє рівень облікової ставки, яка формується під впливом попиту і пропозиції на позиковий капітал, величиною відсотка за депозитами, рівнем інфляції в країні тощо.

Облігаційна позика є джерелом фінансування інвестиційної діяльності шляхом емісії облігацій. Привабливість облігацій для потенційних інвесторів в багатьох випадках визначається умовами розміщення облігацій. Умови облігаційної позики включають: суму і строк позики, кількість випущених облігацій, купонний період та рівень купонної ставки, умови сплати відсотків; дату, форми, порядок погашення і т.д. Умови, що пропонуються, мають бути достатньо вигідними для інвестора і забезпечити ліквідність облігацій, можливість повернення коштів по ним до закінчення визначеного при

емісії облігацій строку погашення шляхом купівлі-продажу на ринку цінних паперів. В українській практиці облігаційні позики можуть використовувати лише акціонерні компанії, платоспроможність і ділова репутація яких не викликають сумнівів. В протилежному випадку облігаційну позику неможливо буде розмістити.

Джерелом фінансування інвестиційної діяльності є також позичені кошти інших підприємств, які надаються підприємству на платній чи безоплатній основі зі стратегічною зацікавленістю. Позики підприємствам можуть також надавати індивідуальні інвестори (фізичні особи).

Державне фінансування здійснюється у формі фінансової підтримки високоефективних інвестиційних проектів, фінансування в рамках цільових програм та фінансування проектів в рамках державних зовнішніх позик.

Фінансування підтримки високоефективних інвестиційних проектів є принципово новою особливістю інвестиційної політики останнім часом і являє собою перехід від розподілу бюджетних асигнувань на капітальне будівництво між галузями і регіонами до вибіркового часткового фінансування певних інвестиційних проектів на конкурсній основі.

Фінансування в рамках цільових програм представляє собою надання державою позики безпосередньо підприємству за умови цільового використання цих коштів. В цьому разі держава встановлює відсоткові ставки, строк і механізм повернення. Таке фінансування здійснюється переважно за рахунок державного або місцевих бюджетів (позабюджетних цільових фондів), а також за рахунок коштів спонсорів і донорів.

Фінансування проектів у формі державних зовнішніх позик здійснюється шляхом залучення коштів із іноземних джерел (іноземних держав, їх юридичних осіб та міжнародних організацій). Такими зовнішніми позиками можуть бути кредити, за якими виникають державні фінансові зобов'язання України як позичальника фінансових коштів або гранти погашення таких кредитів іншими позичальниками. Державні зовнішні позики формують державний зовнішній борг.

Разом з тим, фінансування інвестиційної діяльності за рахунок коштів державного і місцевого бюджетів не можна розглядати як інструмент, який широко застосовується. Державні кошти мають використовуватись переважно для реалізації тих інвестиційних

проектів і розвитку тих виробництв, які забезпечують максимальний економічний і соціальний ефект.

Змішане (комбіноване) фінансування передбачає формування інвестиційних ресурсів як за рахунок власного, так і за рахунок залученого та позикового капіталу. При цьому використовується декілька методів фінансування.

За економічною сутністю лізинг можна розглядати як альтернативу довгостроковим кредитам, і як метод фінансування інвестицій. Лізингове фінансування подібне кредиту, який надається на купівлю обладнання, але базується на відносинах власності. Ми розділяємо позицію Д.М. Черваньова та В.В. Шеремета [168, с. 75–77; 178, с. 344–351] і відносимо лізинг до методів фінансування інвестицій.

Господарським кодексом визначено, що лізинг – це господарська діяльність, спрямована на інвестування власних чи залучених фінансових коштів, яка полягає в наданні за договором лізингу однією стороною (лізингодавцем) у виключне користування другій стороні (лізингоодержувачу) на визначений строк майна, що належить лізингодавцю або набувається ним у власність (господарське відання) за дорученням чи погодженням лізингоодержувача у відповідного постачальника (продавця) майна, за умови сплати лізингоодержувачем періодичних лізингових платежів [29, ст. 292]. У широкому розумінні лізинг виступає своєрідною проміжною ланкою фінансування між кредитуванням і прямим інвестуванням.

Найпоширенішими формами лізингу є фінансовий та оперативний [29; 118]. У Податковому кодексі України під фінансовим лізингом розуміється господарська операція фізичної або юридичної особи, яка передбачає відповідно до договору фінансового лізингу (оренди) передання орендарю майна, що підпадає під визначення основного фонду, придбаного або виготовленого орендодавцем, а також усіх ризиків та винагород, пов'язаних з правом користування та володіння об'єктом лізингу [118, ст. 14]. На відміну від фінансового оперативний лізинг характеризується тим, що строк користування майном значно менший від строку амортизації, і це дозволяє лізингодавцю багаторазово передавати майно в лізинг.

Проте, Господарський кодекс та Податковий кодекс України не містять дефініцію договору лізингу. Нова редакція Закону України

«Про фінансовий лізинг» розкриває сутність обох понять, підкреслюючи тим самим їх безпосередній взаємозв'язок і в той же час самостійне значення кожного з них. Так, під фінансовим лізингом розуміється вид цивільно-правових відносин, що виникають із договору фінансового лізингу [127, ст. 1].

Останнім часом все більшого розповсюдження набуває метод проектного фінансування інвестицій [40, с. 311–312; 111, с. 374–376; 168, с. 82–84 та ін.]. Проектне фінансування безпосередньо не залежить від державних субсидій чи фінансових вкладень корпоративних джерел. У країнах з розвинутою ринковою економікою цей метод застосовується вже досить давно.

Проектне фінансування можна укрупнено охарактеризувати як фінансування інвестиційних проектів, при якому сам проект є засобом обслуговування боргових зобов'язань (тобто за надання фінансування надається право на участь у розподілі результатів реалізації проекту). Суб'єкти фінансування оцінюють об'єкт інвестицій з точки зору того, чи принесе проект, що реалізується, такий рівень доходу, який забезпечить погашення наданої інвесторами позики чи інших видів капіталу.

Основна особливість проектного фінансування полягає у тому, що джерелом погашення кредиту в межах структури його фінансування є виключно доходи, які генеруються самим проектом; розподілі ризиків між учасниками проекту та оцінці витрат і доходів з врахуванням цього. Проектне фінансування називають також фінансуванням з визначенням регресу, при цьому під регресом розуміють право кредитора пред'являти зворотні фінансові вимоги до позичальника.

Розрізняють чотири форми проектного фінансування:

- фінансування без регресу на позичальника зумовлює покладення всієї відповідальності за реалізацію проекту на фінансово-кредитну організацію. Вартість такої форми фінансування досить висока для позичальника, оскільки кредитор сподівається отримати відповідну компенсацію за високий ступінь ризику. Таким чином фінансуються проекти, які мають досить високу прибутковість і які дають в результаті реалізації конкурентноспроможну продукцію. Проекти при такій формі фінансування повинні використовувати прогресивні технології виробництва продукції, мати добре розвинуті ринки збуту продукції, передбачати надійні домовленості з постачальниками матеріально-технічних ресурсів для реалізації та ін.;

- фінансування з частковим регресом на позичальника зумовлює паритетний розподіл ризиків між учасниками проекту. В такому випадку всі учасники приймають на себе певні комерційні зобов'язання і ціна фінансування є помірною. Таким чином всі учасники проекту зацікавлені в ефективній реалізації проекту, оскільки прибуток залежить від їх діяльності;

- фінансування з повним регресом на позичальника дає можливість оформити фінансування у найкоротші строки. Ризики проекту переважно припадають на позичальника, але «ціна» позики при цьому відносно невелика і дозволяє швидко отримати фінансові кошти для реалізації проекту. Цей тип фінансування застосовується для проектів, які мають державне значення, здійснюються під його гарантію або за його підтримкою;

- фінансування на консорційних засадах здійснюється за схемою: «створюй–володій–експлуатуй». Така схема припускає згоду між учасниками проекту щодо утворення (будівництва) підприємства, його акціонування або корпоратизації та експлуатації власником на пайових умовах. Звичайно на умовах консорціуму банк або кілька банків конвертують боргові зобов'язання в акції позичальника. Власниками проекту стають також підрядники, страхові компанії тощо.

Прийняття та реалізація будь-якого інвестиційного рішення передбачає обґрунтування стратегії та детальний аналіз методів фінансування інвестиційної діяльності підприємства. Дослідження економічної літератури [7, с. 13; 79, с. 258; 80; 88; 110, с. 119; 117; 168, с. 84 та ін.] показало, що існуючі методи фінансування інвестиційної діяльності мають певні переваги та недоліки, які згруповано і наведено у табл. 1.2.

Проведений розгляд переваг та недоліків методів фінансування інвестиційної діяльності підприємств дозволяє зробити одне надзвичайно важливе зауваження – наведені методи фінансування інвестицій є взаємозалежними, проте не взаємозамінними. Самофінансування та пайове фінансування характеризуються простотою залучення, оскільки рішення щодо їх використання приймаються власниками без згоди інших суб'єктів господарювання; забезпечується фінансова стійкість розвитку підприємства у довгостроковому періоді. При цьому таким методам фінансування властиві певні обмеження у обсягах залучення і істотного розширення інвестиційної діяльності підприємства.

Таблиця 1.2

Переваги й недоліки основних методів фінансування інвестиційної діяльності

Метод фінансування	Переваги	Недоліки
1	2	3
Самофінансування	Щодо прибутку – відсутність витрат, пов'язаних із залученням цього джерела інвестиційної діяльності; відсутність ризику щодо неповернення; збереження контролю за діяльністю підприємства з боку власників. Щодо амортизаційних відрахувань – наявність в розпорядженні підприємства при будь-якому фінансовому становищі, використання можливості нарахування амортизації різними методами.	Щодо прибутку – обмеженість розміру коштів внаслідок неплатежів, бартеру, податкових стягнень і т.п.; складність прогнозування; залежність від зовнішніх факторів, що не піддаються контролю з боку підприємства (кон'юктура ринку, фаза економічного циклу, зміна попиту тощо). Щодо амортизації – залежність величини накопичених амортизаційних відрахувань від рівня інфляції, можливість нецільового використання через відсутність чіткого механізму контролю тощо.
Пайове фінансування:	Можливість залучення значного розміру капіталу; при чому значні обсяги отриманих коштів супроводжуються низькою ціною їх залучення; відсутність необхідності фіксованих виплат – у разі емісії звичайних акцій і відносно невеликий розмір дивідендних виплат – для привілейованих; цей метод не потребує додаткового забезпечення (гарантії); використання залучених коштів не обмежено строками.	Емісія і розміщення акцій потребує значних затрат часу і грошових коштів; існує можливість ризику розміщення випуску акцій не в повному обсязі; розмив пропорційних часток колишніх акціонерів в статутному капіталі і зниження їх доходів; можливість допущення до управління компанією нових акціонерів; регламентація порядку емісії з боку органів управління ринком цінних паперів; інвестори можуть розцінити додаткову емісію акцій як негативний сигнал, що може вплинути на курс акцій підприємства.

Продовження табл. 1.2

1	2	3
- звичайні акції	Не передбачається обов'язкових виплат дивідендів, оскільки рішення про дивіденди приймаються радою директорів і затверджуються на загальних зборах акціонерів. Акції не мають фіксованої дати погашення – це постійний капітал, який не підлягає поверненню чи погашенню. Обертання акцій на біржах надає можливість власникам більш гнучкі можливості для виходу з бізнесу. Зростає капіталізація підприємства, формується ринкова оцінка його вартості, забезпечуються сприятливі умови для залучення стратегічних інвесторів. Емісія акцій створює позитивний імідж підприємства у діловому середовищі.	Надає право на участь у прибутках і управління підприємством значній кількості власників. Можливість втрати контролю над підприємством. Більш висока вартість залученого капіталу порівняно з іншими джерелами. Складність організації та проведення емісії, значні витрати на її підготовку.
- привілейовані акції	Привілейовані акції не мають кінцевого строку погашення. Залучення додаткових інвестиційних ресурсів без надання права участі в управлінні підприємством. Підвищення інвестиційної привабливості підприємства. Відсутність можливості до примусового банкрутства.	Жорсткі умови виплати дивідендів порівняно із звичайними акціями. З точки зору зміни вартості капіталу підприємства: у випадку зниження відсоткових ставок на кредитному ринку залучення інвестиційних ресурсів шляхом емісії привілейованих акцій може перевищити середню ринкову вартість інших інвестиційних ресурсів.

1	2	3
Позикове фінансування	Щодо кредиту – значний зовнішній контроль за ефективністю його використання; можлива гнучка система залучення і погашення боргу; можливість відстрочки виплати відсотків; забезпечення довготривалих зобов'язань щодо фінансування. Щодо облігацій – можливість розміщення серед багатьох позичальників, що зменшить залежність від одного кредитора; фіксований розмір купонної ставки; підвищення інвестиційної привабливості підприємства; відсутність ризику щодо втрати контролю в управлінні підприємством.	Щодо кредиту – складність залучення й оформлення; необхідність представлення відповідних гарантій і майнових застав; підвищення ризику банкрутства у зв'язку з несвоєчасною сплатою позики і втратою частини прибутку від інвестиційної діяльності у зв'язку з необхідністю сплати відсотків; можливі високі відсоткові ставки. Щодо облігацій – зростає фінансовий ризик; твердо фіксований термін погашення позики; відсутність оперативності фінансування внаслідок наявності суворих регулятивних норм, що затягують процес організації фінансування; можливість невиконання емітентом прийнятих на себе зобов'язань, що тягне за собою процедури стягнення боргу аж до банкрутства підприємства.
Державне фінансування	Нижчі суми платежів за користування коштами при більш тривалих періодах; можливість надання додаткових послуг.	Можлива низька ефективність використання отриманих коштів; залежність від поповнення бюджету; необхідність додаткового забезпечення при державному кредитуванні; жорсткий і тривалий відбір проектів для фінансування; вузькі пріоритети при відборі проектів.

Закінчення табл. 1.2

1	2	3
Змішане фінансування	Переважання певних позитивних сторін або недоліків, характерних для зазначених методів (згідно зі структурою джерел формування капіталу).	
Лізинг	Широкий комплекс послуг, що надаються; підприємство отримує орендоване майно і починає його експлуатувати без вилучення значних обсягів коштів; гнучкий порядок платежів; можливість викупу обладнання; прискорення оновлення технічної бази.	Збереження дефіциту грошових коштів; складність складання проекту лізингу; вартість лізингу може перевищувати вартість кредиту аналогічного розміру через комісію, яка сплачується лізинговій компанії; відсутність надійних лізингових компаній.
Проектне фінансування	Дозволяє більш достовірно оцінити платоспроможність і надійність позичальника; розглянути весь інвестиційний проект з точки зору життєздатності, ефективності, реалізації, забезпеченості, ризиків; прогнозування результатів реалізації проекту.	Порівняно тривалий період прийняття рішення щодо фінансування; досить значні початкові витрати на організацію фінансування проекту; певна втрата незалежності та більш жорсткий контроль за діяльністю позичальника.

* систематизовано авторами за джерелами [7; 79; 80; 88; 110; 117; 168 та ін.]

Можна зробити висновок, що при здійсненні самофінансування та пайового фінансування підприємство має найвищу фінансову стійкість, проте обмежує темпи інвестиційного розвитку, оскільки не може швидко забезпечити формування необхідного додаткового обсягу інвестицій.

Позикове фінансування інвестицій відрізняється широкими можливостями щодо його використання, особливо при високому кредитному рейтингу, наявності застави тощо. Разом з цим, позикове фінансування істотно збільшує фінансові ризики у діяльності підприємства. Інвестиційні ресурси, сформовані за допомогою такого методу фінансування, генерують меншу норму прибутковості через значні витрати по їх залученню.

Стосовно можливості використання підприємствами України розглянутих джерел фінансування інвестицій важливо підкреслити наступне. Реформи, що проводилися після розпаду СРСР, негативно вплинули на інвестиційну діяльність вітчизняних підприємств. Нестача обігових коштів змушує використовувати отримані внутрішні ресурси на поточну діяльність, а не на інвестиційну.

Доступ підприємств до позикового банківського капіталу є досить обмеженим через високі відсоткові ставки. Наведені обставини плюс відсутність традицій, а часто і розуміння можливості залучення капіталу через фондовий ринок призводить до того, що керівництво підприємства примусово інвестує, використовуючи власний капітал у вигляді прибутку, а також короткострокову заборгованість, в якості якої виступає кредиторська заборгованість, що є короткостроковим джерелом інвестицій.

Оскільки підприємства можуть різною мірою використовувати джерела фінансування інвестиційної діяльності, то подальше дослідження буде полягати у розгляді методичних основ оцінки інвестиційних ресурсів і розробці механізму вибору доступності для кожного підприємства джерел інвестування.

1.3. Методичні підходи до оцінювання джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств

Розвиток цивілізації, зростання інвестиційної активності, інтеграційні тенденції в економіці різних країн 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 дали комплексної уяви по цим актуальним проблемам. 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.

На нашу думку, було б невірно стверджувати, що аналіз формування інвестицій підприємства як вид практичної діяльності є принципово новим. На сьогодні розробка різноманітних методик, прийомів та показників оцінки інвестиційних ресурсів стало загальноприйнятим при оцінці економічної та інвестиційної діяльності підприємства. Разом з цим, це ще не свідчить про достатньо глибоку розробленість теоретичних та методичних основ інвестиційного аналізу.

Аналіз економічної літератури, присвяченої інвестиціям і джерелам їх фінансування, дав змогу зауважити, що проблема вибору оптимальних джерел фінансування 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. При цьому слід зазначити, що можливість здійснення тих чи інших інвестиційних проектів, а також досягнуті при цьому результати в значному ступені залежать від зовнішніх умов і факторів, серед яких найбільш важливу роль відіграють зовнішнє фінансування і додаткове інвестування тимчасово вільного капіталу інвестора [167]. Оскільки таких можливостей може бути достатньо багато, в такому випадку і виникає необхідність у спільному обґрунтуванні програм інвестування та фінансування.

Першими методами обґрунтування інвестиційних програм є 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 [103], 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 [197], 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 [195].

Основним завданням методу В.В. Новожилова [103] 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 [197] передбачає пошук варіанту реалізації кожного проекту, що розглядається таким чином, щоб можна було врахувати ліміт фінансування, визначити ставку розрахункового відсотка і мінімізувати теперішню вартість потоку витрат за всією інвестиційною програмою.

Сутність методу Дж. Діна [195] полягає у складенні 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, врахувати неподільність проектів інвестування і можливість подільності кожного проекту кредитування при інтенсивності використання останніх не більше одиниці, а також максимізувати стан інвестора в кінці року, що розглядається.

Проведений аналіз дав змогу зауважити певну подібність ряду принципів реалізації цих трьох методів обґрунтування фінансування інвестиційної діяльності підприємства:

- кожний із перерахованих методів являє собою наближений метод обґрунтування фінансування інвестицій за обраним критерієм;
- всі ці методи будуються на упорядкуванні проектів (варіантів їх реалізації) у відповідності з оцінками, що використовуються;
- в будь-якому випадку формується програма, яка може бути профінансована на початковій стадії;
- розрахований за методом В.В. Новожилова норматив ефективності і ставка розрахункового відсотка, що використовуються в методах Х. Фішеля та Дж. Діна, є розрахунковими параметрами, за якими балансуються обсяги інвестицій і фінансування на початковій стадії, і не визначаються умовами ринку;

- використовуються аналогічні за формою криві попиту на капітал;

- критерії оптимальності інвестиційних програм у всіх трьох методах при відомих додаткових умовах можуть бути еквівалентними.

Між розглянутими методами існують також і принципові відмінності:

- у В.В. Новожилова та Х. Фішеля йдеться про вибір варіантів реалізації кожного інвестиційного проекту, в той час як за методом Дж. Діна набір проектів, що включаються до програми визначається у процесі розрахунків;

- у двох перших методах завдано ліміт фінансування, а за методом Дж. Діна обсяг фінансування встановлюється у процесі прийняття рішення;

- у методі Дж. Діна кожний проект описується грошовим потоком, а В.В. Новожилов і Х. Фішель використали з цією метою показники інвестиційних і поточних витрат;

- методи різняться вихідними передумовами і критеріями оптимальності інвестиційних програм, різні і показники, на основі яких програми змінюються з кожним кроком алгоритму: у В.В. Новожилова – це коефіцієнт порівняльної ефективності капітальних вкладень, у Х. Фішеля – коефіцієнт сучасної вартості ренти, у Дж. Діна – ставка внутрішнього відсотка за проектами інвестування і кредитування.

Оцінюючи розглянуті наближені методи обґрунтування фінансування інвестицій, зауважимо, що вони, напевно, відіграли значну роль при прийнятті інвестиційних рішень у тих історичних умовах, коли ще не існувало достатньо досконалої обчислювальної техніки. Разом з тим, в сучасних умовах розроблені за допомогою цих методів 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 французьким економістом П. Массе [94], німецькими спеціалістами Х. Альбахом [193] і Г. Хаксом

[198], американцем Х. Вейнгартнером [202]. Як вихідні передумови таких моделей слід виділити:

- задана певна різноманітність інвестиційних проектів і проектів кредитування, виходячи з яких має бути складена оптимальна програма інвестування і фінансування;

- всі проекти, за винятком проектів матеріального інвестування і довгострокового кредитування припускаються подільними у вільному порядку; вказані проекти в залежності від особливостей їх здійснення обмежено подільні, обмеження на інтенсивність їх використання повинні бути задані;

- кожний інвестиційний проект і проект кредитування описується грошовим потоком (витрачання і надходження грошових коштів), техніко-технологічні залежності не враховуються;

- кожний інвестиційний проект, як і проект отримання кредиту, може бути реалізований незалежно від інших;

- у розпорядженні інвестора є власний капітал, який він авансує на здійснення інвестиційної програми; також він планує деякий потік майбутніх доходів і видатків, які не залежать від реалізації даної програми, і повинен забезпечити заданий потік дивідендів;

- на кожен рік планового періоду, за винятком останнього, повинен бути забезпечений баланс доходів і видатків інвестора з урахуванням програми з нульовим сальдо, тобто повинно бути виконана умова ліквідності; сальдо балансу доходів і видатків за останній рік являє собою кінцевий стан інвестора;

- в якості критерію оптимальності програми розглядається максимізація кінцевого стану інвестора;

- цільова функція і основні обмеження задачі описуються лінійними функціями відносно невідомої інтенсивності проектів.

З врахуванням вказаних передумов 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. Головна перевага даного підходу щодо обґрунтування інвестиційних програм і програм фінансування полягає в тому, що з врахуванням можливості інвестора вкладати свої кошти, обсягів його авансованого капіталу, а також існуючих проектів отримання зовнішнього фінансування обирається оптимальна інвестиційна програма і одночасно

забезпечується її фінансування. Недоліки вказаного підходу обумовлені передумовами, які закладені в основу постановки моделей, а також тим, що вона не враховує неподільні проекти інвестування; крім того, в процесі здійснення певної інвестиційної програми може бути необхідним, окрім обмежень на можливість отримання кредиту, врахувати ресурсні, техніко-технологічні обмеження та інші умови.

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

Найбільшого розповсюдження отримав метод вибору джерел фінансування інвестицій на основі певного ряду характеристик. Перш за все, це ціна залучених ресурсів, пов'язані із залученням капіталу фінансові ризики, ризики втрати контролю в управлінні підприємством, доступність ресурсів. Частіше за все при виборі інвестиційних джерел розраховують ціну капіталу (Cost of Capital – CC), що представляє собою відношення суми платежів за використання інвестиційних ресурсів до загального обсягу таких ресурсів [97, с. 187].

Як відомо, загальна ціна всього капіталу складається із вартості окремих його складових: власних, залучених і запозичених джерел. Отже, для того щоб розрахувати середню ціну сукупного капіталу, необхідно спочатку визначити вартість кожного його виду. Співвідношення питомої ваги окремих елементів у загальному обсязі залученого капіталу характеризує його структуру. Збільшуючи частку відносно менш дорогих джерел, підприємство може знизити загальну ціну капіталу. Формування оптимальної структури капіталу, тобто встановлення найбільш вигідного співвідношення між власними та залученими джерелами фінансування являє собою «королівську проблему» (das Königsproblem) фінансового менеджменту [154].

Не дивно, що її розв'язку присвячені праці найбільш авторитетних вчених-фінансистів, перш за все – лауреатів

Нобелівської премії Мертона Міллера та Франко Модільяні [102]. 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. Обґрунтування такого висновку полягає в наступному: по мірі зростання частини позикового фінансування, збільшується ефект фінансового важеля, тобто зростає фінансовий ризик підприємства. Відповідно зростає ціна його капіталу і всі переваги позикового фінансування зводяться до нуля. В умовах ефективного ринку ніхто не заважає акціонерам підприємства самостійно взяти позику у банку і купити на отримані кошти нові акції. Їм немає сенсу передоручати цю роботу менеджерам підприємства, від яких вимагається зовсім інше – максимально ефективно інвестувати наданий їм капітал. Таким чином, сама по собі структура капіталу не впливає на його ціну, тому в даній сфері менеджерам не слід шукати можливості збільшення вартості підприємства, вони повинні зосереджуватися на ефективному управлінні капіталом. Разом з тим, світова практика доводить, що керівники більшості підприємств все ж таки приділяють значну увагу оптимізації структури капіталу, більше того, розв'язок цієї задачі складає одну з основних функцій фінансового менеджменту. Даний парадокс також має своє раціональне пояснення: реальні економічні умови далекі від тих ідеальних передумов, які були закладені Модільяні і Міллером в основу своїх тверджень. В економіці немає абсолютно ефективних ринків, існують і транзакційні витрати і податки, а фізичні особи мають більш обмежений доступ до кредитних ресурсів, ніж підприємства. Тому оптимізація структури капіталу може принести підприємству цілком реальне зниження його ціни і збільшити доходи власників підприємства.

Отже, під ціною джерел інвестиційної діяльності будемо розуміти витрати, які несе підприємство внаслідок мобілізації джерела інвестування, виражені у відсотках до обсягу залучення коштів.

У процесі здійснення інвестиційної діяльності визначення ціни джерел фінансування необхідне з причин: 1) формування оптимальної структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємства, а також планування бюджету капітальних вкладень ґрунтується на категорії «ціна джерела фінансування»; 2) вибір

методів і джерел фінансування базується на співставленні їх ціни; 3) використання ціни капіталу у якості ставки дисконтування при здійсненні економічного обґрунтування інвестицій.

Ціна деяких джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємства може бути явною або прихованою. Явною є ціна, розрахована співставленням витрат, що генеруються джерелом (дивіденд, відсоток тощо), із загальною сумою джерела. Виділення прихованої ціни джерела фінансування пов'язано з поняттям «альтернативна вартість» (можливості, що втрачені в результаті використання грошових коштів будь-яким одним способом замість інших можливих).

Розглянемо основні моделі, що визначають ціну різних інвестиційних джерел. Як відмічалось раніше, до власних джерел фінансування інвестиційної діяльності відносять нерозподілений прибуток та амортизаційні відрахування.

Вартість нерозподіленого прибутку, як джерела фінансування інвестиційної діяльності визначається з врахуванням певних прогнозних розрахунків. Оскільки нерозподілений прибуток являє собою ту капіталізовану частину, яка буде використана у наступному періоді, то ціною сформованого нерозподіленого прибутку виступають заплановані на його суму виплати власникам, яким він належить.

Такий підхід щодо оцінки нерозподіленого прибутку ґрунтується на тому, що якби він був виплачений власникам капіталу при його розподілі, то вони, інвестувавши його у будь-які об'єкти, тримали б певний прибуток, який і є ціною такого інвестованого капіталу. Проте власники віддали перевагу інвестувати цей прибуток у власне підприємство, а отже, його ціною буде запланована до розподілу сума чистого прибутку на частину інвестованого капіталу.

З врахуванням такого підходу ціна нерозподіленого прибутку [11, с. 229] прирівнюється до вартості функціонуючого власного капіталу підприємства у плановому періоді:

$$C_{нрп} = C_{фп}, \quad (1.1)$$

де $C_{нрп}$ – ціна нерозподіленого прибутку, %;

$C_{фп}$ – вартість функціонуючого власного капіталу підприємства, %.

Такий підхід дозволяє зробити наступний висновок: оскільки вартість функціонуючого власного капіталу у плановому періоді і вартість нерозподіленого прибутку у цьому ж періоді рівні, при оцінці середньозваженої вартості капіталу у плановому періоді ці елементи капіталу можуть розглядатися як єдиний сумований елемент, тобто включаються в оцінку з єдиною сумованою питомою вагою.

Відповідно вартість функціонуючого власного капіталу у плановому періоді [11, с. 228] визначається за формулою:

$$Ц_{\phi n} = Ц_{\phi k} \times ПВ_T \quad (1.2)$$

де $Ц_{\phi n}$ – вартість функціонуючого власного капіталу у плановому періоді, %;

$Ц_{\phi k}$ – вартість функціонуючого власного капіталу підприємства звітного періоду, %;

$ПВ_T$ – плановий темп зростання виплат прибутку власникам на одиницю вкладеного капіталу, виражений десятковим дробом.

Вартість функціонуючого власного капіталу підприємства звітного періоду [11, с. 228] розраховується за формулою:

$$Ц_{\phi k} = \frac{ЧП}{\overline{ВК}} \times 100\%, \quad (1.3)$$

де $Ц_{\phi k}$ – вартість функціонуючого власного капіталу підприємства, %;

ЧП – сума чистого прибутку, що виплачена власникам підприємства в процесі її розподілу за звітний період;

$\overline{ВК}$ – середня сума власного капіталу підприємства у звітному періоді.

Амортизація, з одного боку, виступає як засіб накопичення, з іншого – є витратами виробництва. Можна припустити, що це джерело має розглядатися як платний ресурс, і, залучаючи його, підприємство повинно сплачувати його ціну. В той же час її використання ніяк не пов'язано з витратами на її залучення, і тому немає необхідності коригування на цей показник. При такому підході амортизація є найдешевшим для підприємства джерелом фінансування.

Ціна банківського кредиту, незважаючи на велику кількість його видів, форм та умов залучення, визначається на основі відсоткової ставки за кредит, що формує основні витрати на його обслуговування. Така ставка у процесі оцінки вимагає внесення уточнень: вона має бути збільшена на розмір інших витрат підприємства, обумовлених умовами кредитного договору (наприклад, страхування кредиту за рахунок позичальника) та зменшена на ставку податку на прибуток з метою відображення реальних витрат підприємства.

При умові залучення банківського кредиту на рік, його ціна [11, с. 319], як правило, визначається наступним чином:

$$Ц_{\text{бк}} = K_{\text{д}} \times (1 - П), \quad (1.4)$$

де $Ц_{\text{бк}}$ – ціна банківського кредиту, %;

$П$ – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом;

$K_{\text{д}}$ – відсоткова ставка за боргом, %.

Подібний підхід базується на припущенні, що сума відсотків, яка сплачується по банківському кредиту, який використовується на виробничі потреби підприємства, відноситься на зменшення оподатковуваного прибутку. Якщо ж відсотки за банківським кредитом не зменшують оподатковуваний прибуток підприємства, то ціна банківського кредиту, залученого на один рік, буде рівною річній процентній ставці.

Недоліком даного підходу є відсутність врахування витрат на організацію фінансування, тобто витрати, пов'язані з оплатою послуг і держмита при реєстрації застави чи оформленні поручительства тощо.

Таким чином, ціна банківського кредиту з урахуванням витрат [11, с. 320] буде виражатися формулою:

$$Ц_{\text{бк}} = \frac{K_{\text{д}} \times (1 - П)}{1 - B_{\text{бк}}}, \quad (1.5)$$

де $Ц_{\text{бк}}$ – ціна банківського кредиту, %;

$П$ – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом;

$K_{\text{д}}$ – відсоткова ставка за боргом, %;

$B_{\text{бк}}$ – рівень витрат по залученню банківського кредиту до його суми, виражений десятковим дробом.

Ціна позикового капіталу, залученого шляхом емісії облігацій [11, с. 322] оцінюється на базі ставки купонного відсотку по ній, що формує суму періодичних купонних виплат:

$$Ц_{об} = \frac{СК \times (1 - П)}{1 - B_{об}}, \quad (1.6)$$

де $Ц_{об}$ – ціна позикового капіталу, залученого шляхом емісії облігацій, %;

$СК$ – ставка купонного відсотка за облігацією, %;

$П$ – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом;

$B_{об}$ – рівень емісійних витрат відносно загального обсягу емісії, виражений десятковим дробом.

Якщо облігація продається на інших умовах, то базою оцінки виступає загальна сума дисконту по ній, що сплачується при погашенні [11, с. 322]:

$$Ц_{об} = \frac{D_p \times (1 - П) \times 100}{(H_o - D_p) \times (1 - B_{об})}, \quad (1.7)$$

де $Ц_{об}$ – ціна позикового капіталу, залученого шляхом емісії облігацій, %;

D_p – середньорічна сума дисконту за облігацією;

$П$ – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом;

H_o – номінал облігації, що підлягає погашенню;

$B_{об}$ – рівень емісійних витрат відносно загального обсягу емісії, виражений десятковим дробом.

Ціна фінансового лізингу як елемента капіталу повинна враховувати особливості формування лізингових платежів. Вони залежать не тільки від розміру відсотка за кредит, методу нарахування амортизації, лізингового відсотка, розміру авансу, а й від терміну лізингової угоди. Використовуючи порівняльну оцінку різних джерел фінансування, лізингові платежі повинні розраховуватися виходячи з умов лізингового договору на термін служби об'єкту лізингу (без авансу), сформованих на ринку відсотків за кредитом і лізингових відсотків лізингодавця. Крім того, необхідно враховувати, що лізингова ставка включає дві складові: а) поступове повернення суми основного боргу (він являє собою річну норму амортизації активу, залученого на умовах фінансового лізингу, у

відповідності з яким після його оплати він передається у власність орендарю); б) вартість безпосереднього обслуговування лізингового боргу. Таким чином, формулу для розрахунку ціни джерела «фінансовий лізинг» можна представити [11, с. 321]:

$$C_{\text{фл}} = \frac{(ЛС - НА) \times (1 - П)}{1 - B_{\text{фл}}}, \quad (1.8)$$

де $C_{\text{фл}}$ – ціна позикового капіталу, залученого на умовах фінансового лізингу, %;

ЛС – річна лізингова ставка, %;

НА – річна норма амортизації активу, залученого на умовах фінансового лізингу, %;

$B_{\text{фл}}$ – рівень витрат по залученню фінансового лізингу до об'єкту лізингу, виражений десятковим дробом.

Ціна залучення додаткового капіталу за рахунок емісії привілейованих акцій визначається з врахуванням фіксованого розміру дивідендів, що визначений заздалегідь. Це значно спрощує процес визначення ціни даного елементу капіталу, оскільки обслуговування зобов'язань за привілейованими акціями багато в чому співпадає з обслуговуванням зобов'язань по позиковому капіталу. Проте істотна відмінність полягає у тому, що виплати по обслуговуванню позикового капіталу відносять на витрати (собівартість) й тому виключені із складу оподатковуваного прибутку, а дивідендні виплати за привілейованими акціями здійснюються за рахунок чистого прибутку підприємства, тобто не мають «податкового щита». Крім того, до уваги слід приймати витрати на емісію акцій. З врахуванням цих особливостей ціна додатково залученого капіталу за рахунок емісії привілейованих акцій розраховується за формулою [11, с. 230]:

$$C_{\text{пр}} = \frac{Д_{\text{пр}} \times 100}{K_{\text{пр}} \times (1 - B_e)}, \quad (1.9)$$

де $C_{\text{пр}}$ – ціна власного капіталу, залученого шляхом емісії привілейованих акцій, %;

$Д_{\text{пр}}$ – сума дивідендів, що передбачені до виплати у відповідності до контрактних зобов'язань емітента;

$K_{\text{пр}}$ – сума власного капіталу, що залучається шляхом емісії привілейованих акцій;

B_e – рівень витрат на емісію акцій до загального обсягу емісії, виражений десятковим дробом.

Розрахунок ціни додаткового капіталу, залученого шляхом емісії простих акцій (додаткових паїв), здійснюється за формулою [11, с. 231]:

$$C_{\text{па}} = \frac{K_a \times D_{\text{па}} \times \text{ПВ}_T \times 100}{K_{\text{па}} \times (1 - B_e)}, \quad (1.10)$$

де $C_{\text{па}}$ – ціна власного капіталу, залученого шляхом емісії простих акцій (додаткових паїв), %;

K_a – кількість додатково емітованих акцій;

$D_{\text{па}}$ – сума дивідендів, виплачених на одну просту акцію у звітному періоді (або виплат на одиницю паїв), %;

ПВ_T – плановий темп виплат дивідендів (відсотків за паями), виражений десятковим дробом;

$K_{\text{па}}$ – сума власного капіталу, що залучається шляхом емісії простих акцій (додаткових паїв);

B_e – рівень витрат на емісію акцій (додаткових паїв) до загального обсягу емісії, виражений десятковим дробом.

Традиційно в процесі інвестиційного проектування використовуються не ціни окремих джерел капіталу (акціонерного, позикового та ін.), а середня ціна сукупного капіталу заданої структури. Оскільки ціна кожного із перерахованих джерел фактично є дохідністю відповідних фінансових інструментів, то сукупна ціна всіх джерел визначається за формулою середньої арифметичної зваженої. Отримана таким чином середня величина витрат по залученню капіталу носить назву WACC (Weighted Average Cost of Capital) [79, с. 229; 97, с. 189; 178, с. 202]:

$$WACC = \sum_{i=1}^m r_i \times d_i, \quad (1.11)$$

де WACC – середньозважена вартість капіталу, %;

r_i – необхідна дохідність (норма прибутку) по капіталу, отриманого з i -го джерела;

d_i – частка капіталу (інвестиційних ресурсів), отримана з i -го джерела.

На середньозважену ціну капіталу впливає низка факторів. Перш за все, це ціна і частка окремих джерел у структурі фінансування інвестицій. Окрім цього, існують й інші фактори, а саме, рівень інфляції, податкові пільги по залученим джерелам інвестиційної діяльності, існуючі в рамках економіки ризику та інші.

Розглянута методика достатньо проста і очевидна. Проте її практичне застосування стикається з серйозними труднощами, для подолання яких необхідно проводити додаткові розрахунки. До числа основних проблем відносяться різноманітність способів розрахунку питомої ваги окремих джерел (проблема зважування).

Як правило, показник середньозваженої ціни капіталу використовується у інвестиційних розрахунках: в якості ставки дисконтування – при економічному обґрунтуванні інвестиційних проектів, в якості критерію вибору – при формуванні оптимальної структури джерел інвестицій.

Підвищення ефективності використання джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств кондитерської промисловості стає неможливим без визначення їх оптимального обсягу та структури.

Оптимізація може здійснюватися за різними критеріями, основним з яких є ціна інвестиційного ресурсу. Метою оптимізації є вибір одного або декількох джерел інвестиційної діяльності за обраними критеріями з урахуванням наявних інвестиційних обмежень. При цьому необхідно проводити оцінку доступності джерела інвестиційної діяльності, а також оцінку наслідків використання кожного джерела з позицій інвестора. Це дозволяє ранжувати джерела фінансування не тільки з позицій кількісного аналізу, а й з врахуванням якісних факторів, що впливають на прийняття інвестиційних рішень.

В процесі оптимізації структури джерел фінансування інвестиційної діяльності забезпечується раціональне співвідношення власних і залучених інвестиційних ресурсів, а також диверсифікація залучених джерел фінансування інвестицій за окремими кредиторами та потоками майбутніх платежів з метою попередження зниження фінансової стійкості і платоспроможності підприємства в майбутньому періоді.

РОЗДІЛ 2

СТАН ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВ КОНДИТЕРСЬКОЇ ПРОМИСЛОВОСТІ ТА ДЖЕРЕЛ ЇЇ ФІНАНСУВАННЯ

2.1. Сучасний стан інвестування підприємств кондитерської промисловості України

На сучасному етапі розвитку економіки країни харчова промисловість є провідною галуззю народного господарства України. Роки реформ показали, що найповніше задовольнити потреби населення в харчових продуктах (за асортиментом, якістю, вмістом поживних речовин тощо) можна лише в конкурентній боротьбі на ринку товарів. Як наслідок, за порівняно короткий час харчовій промисловості вдалося не лише витіснити імпортні товари з внутрішнього ринку, а й вагомо заявити про себе у міжнародному конкурентному середовищі на ринках багатьох розвинутих країн світу. Такий розвиток галузі став можливий завдяки активному залученню інвестицій, тому вважаємо за доцільне проаналізувати обсяги інвестування в дану галузь.

Аналіз динаміки обсягів інвестицій в основний капітал за видами промислової діяльності у 2002-2012 роках свідчить про поступову активізацію інвестиційної діяльності в Україні (див. табл. Б.1, додаток Б та табл. 2.1).

Так, обсяги інвестицій в основний капітал промисловості у 2012 р. зросли у 6,3 рази (або на 80107 млн. грн.) в порівнянні з 2002 р. Найбільшу питому вагу у загальному обсязі інвестицій промисловості займає переробна промисловість (у тому числі харчова), яка залучила в 2012 р. у 4,5 раз (або на 29466 млн. грн.) більше проти 2002 р.

Суттєвого приросту капіталовкладень досягнуто на підприємствах харчової промисловості, куди у 2012 р. спрямовано 11882 млн. грн., що у 3,9 рази більше ніж у 2002 р.

Як видно з табл. Б.1 та табл. 2.1 протягом періоду, що аналізується, динаміка приросту інвестицій носила нестабільний характер. Так, до 2005 р. спостерігається незначний приріст інвестицій порівняно з попереднім роком (у 2003 р. зростання відбулось на 33,1%, у 2004 р. – на 22,1%), проте надалі відбувається стрімке зростання і найбільший приріст зафіксовано у 2007 р. –

Таблиця 2.1

Обсяги та питома вага інвестицій в основний капітал за видами промислової діяльності

Вид діяльності	2008 р.		2009 р.		2010 р.		2011 р.		2012 р.	
	млн. грн.	питома вага, %	млн. грн.	питома вага, %	млн. грн.	питома вага, %	млн. грн.	питома вага, %	млн. грн.	питома вага, %
Добувна промисловість	16767	21,88	13914	24,13	15613	26,66	24609	28,51	30681	32,22
Переробна промисловість, в тому числі	48976	63,92	35322	61,26	34231	58,46	41300	47,85	37899	39,80
виробництво харчових продуктів, напоїв та тютюнових виробів	13130	17,14	10458	18,14	8297	14,17	12144	14,07	11882	12,48
Виробництво та розподілення електроенергії, газу та води	10875	14,19	8422	14,61	8714	14,88	20404	23,64	26639	27,98
Всього	76618	100	57658	100	58558	100	86313	100	95219	100

*Розраховано за даними Державної служби статистики України [162; 211]

42,7%. У 2009-2010 рр. внаслідок фінансово-економічної кризи відбувається стрімке зниження обсягів інвестування в основний капітал підприємств харчової промисловості.

До настання фінансово-економічної кризи головними факторами активного вкладення інвестицій в переробну промисловість (у тому числі харчову) стали збільшення доходів населення, а також швидша окупність інвестицій, ніж в інших секторах промисловості. Крім того, необхідність модернізації або повної заміни застарілого обладнання, висока конкуренція спонукають інвесторів вкладати все більше коштів в оновлення виробничої бази. Не менш важливим фактором привабливості інвестування, зокрема у харчову індустрію, є її менша залежність від попиту на зовнішньому ринку.

Одним із найбільш привабливих для інвестування секторів харчової промисловості України, поряд з м'ясомолочною, хлібопекарською, олійножировою, а також виробництвом алкогольних і безалкогольних напоїв є кондитерська галузь. Наявність в Україні місцевої сировини – борошна та цукру – стала передумовою для створення та розвитку протягом ХХ століття потужної кондитерської промисловості.

Кондитерські вироби є традиційно популярними в Україні. Динаміка споживання кондитерської продукції в розрахунку на одного мешканця є достатньо об'єктивним індикатором економічного добробуту, як і темпи зростання валового внутрішнього продукту на душу населення.

Рівень споживання кондвиробів в Україні близько 16 кг на душу населення/рік, при цьому за цим показником Україна посідає 8-ме місце в світі за споживанням кондитерських виробів на душу населення. В середньому, з урахуванням імпорту і експорту, на душу українського населення в рік припадає близько 4 кг шоколадних, 7 кг борошняних, 5 кг цукрових та інших кондитерських виробів [113].

Найбільше смакують шоколадні цукерки та шоколад з різними наповнювачами, а також вафлі і торти. В середньому щороку один українець споживає майже 2,5 кг шоколадних цукерок. Позитивною тенденцією є активне витіснення з вітчизняного ринку імпортних шоколадних виробів. Відтак, частка закордонних торгових марок складає 5%.

Проведені дослідження показали, що переважна частина споживачів відноситься до вікової категорії – від 18 до 55 років (85%), з них – 67% – жінки, 33% – чоловіки. Основними споживачами

кондитерських виробів є особи з доходом на 1-го члена сім'ї понад 800 грн. (60% всіх опитаних). При цьому, частота покупки продукції прямо залежна від рівня доходів – кілька разів на тиждень купують продукцію 21%, 2 рази на місяць – 30% і половина населення купує лише на свята.

Необхідно відмітити, що загальний обсяг споживання кондитерських виробів щорічно зростає. Експерти пояснюють це підвищенням доходів населення та зміною культури споживання солодоців. За їх висновками [16, с. 244], зростання доходів населення на 1% призводить до збільшення попиту на солодоці на 0,5-0,6%.

Протягом 1970-1980 рр. кондитерська промисловість УРСР щорічно виробляла близько 601-802 тис. т кондитерських виробів. На початку 1990-х років кондитерські вироби випускало 200 українських підприємств, а обсяги виробництва досягли свого максимального рівня і становили 1111,3 тис. т, тобто близько 25% всього обсягу виробництва солодкої продукції СРСР. Проте з розпадом СРСР економічний спад, природно, зачепив і кондитерську галузь.

З 1991 р. до 1996 р. відбувалось стрімке зменшення виробництва кондитерської продукції, яке склало у 1996 р. всього 282,6 тис. т. Такий занепад галузі відбувся внаслідок припинення імпорту сировини, а саме какао та какао-продуктів, горіхів, ароматизаторів та пакувальних матеріалів. В результаті виробники змушені були замінити какао менш якісним матеріалом – цикорієм, наслідком чого стало загальне зниження якості виробленої продукції.

Позитивні тенденції в кондитерській промисловості України намітилися після 1996 року. Вітчизняні підприємства почали поступово нарощували обсяги виробництва і вже у 2008 році було виготовлено близько 1114 тис. т. солодоців і перевищено за обсягами виробництва 1990 р. Загалом, за висновками експертів [25; 113], місткість внутрішнього ринку кондитерських виробів складає близько 1 млн. т на рік (8 млрд. грн.), а виробничі потужності складають близько 1135 тис. т щорічно.

Динаміку обсягів виробництва вітчизняних кондитерських виробів в розрізі окремих асортиментних груп наведено на рис. 2.1.

Дослідження розвитку кондитерської промисловості дало змогу виявити основні причини спаду виробництва кондитерських виробів у 1991-1996 рр., серед яких: падіння купівельної спроможності населення внаслідок зростання темпів інфляції; економічно

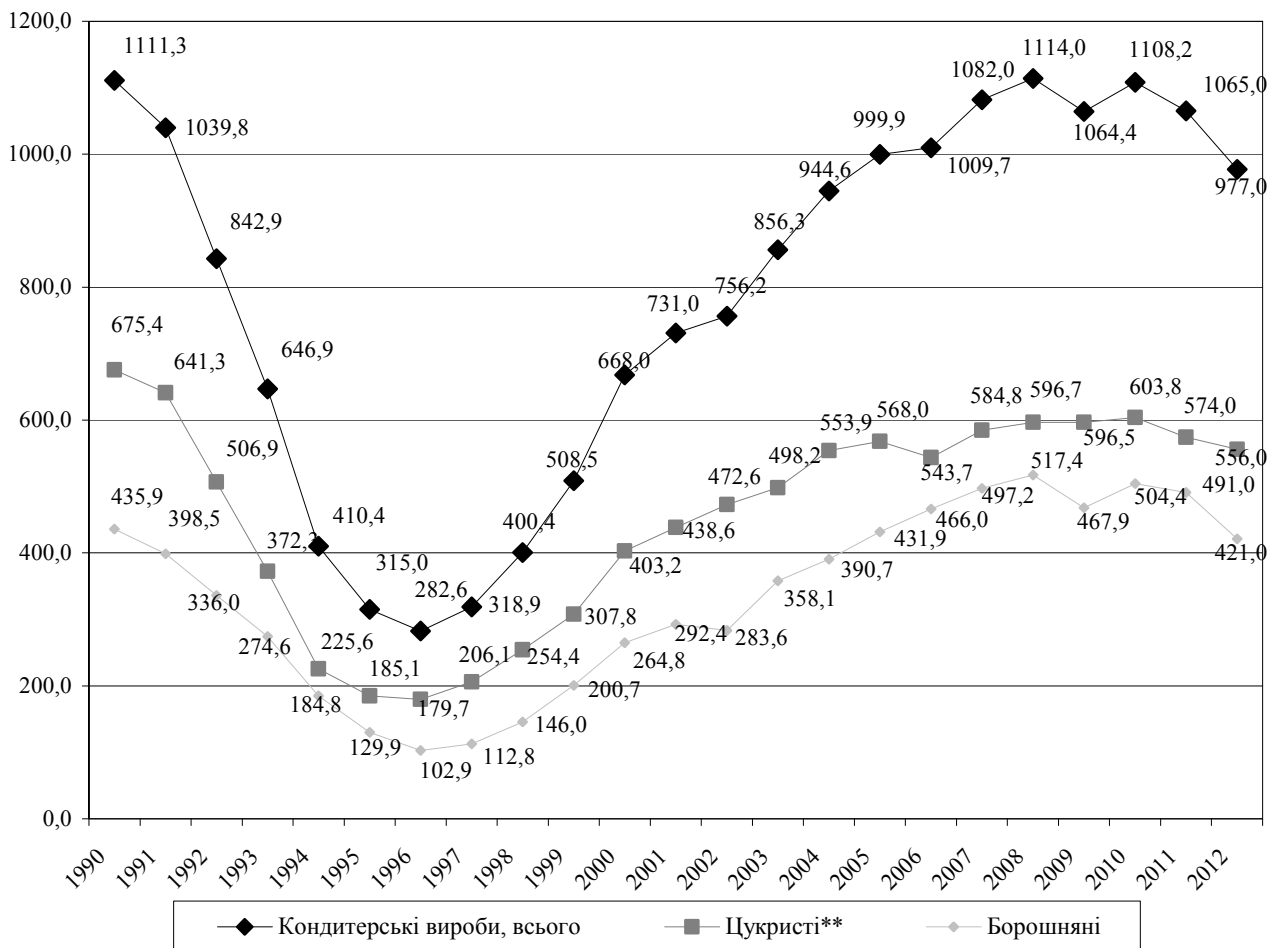


Рис. 2.1. Динаміка обсягів виробництва кондитерських виробів в Україні у 1990-2012 рр., тис. т

*Складено за даними Державної служби статистики України [161; 211]

**Включаючи вироби з шоколаду

необґрунтована інвестиційна, цінова і кредитна політика; незадовільний фінансовий стан підприємств галузі; масовий імпорт солодоців сумнівної якості; значне скорочення імпорту сировини і матеріалів (какао-бобів, ароматизаторів, барвників, пакувальних матеріалів тощо); руйнування системи оптової торгівлі та перехід підприємств на безпосередні зв'язки з великою кількістю об'єктів роздрібної торгівлі; інтенсивне старіння активної частини основних виробничих засобів підприємств галузі, спрацьованість яких перевищувала 50%; зменшення виробництва сільськогосподарської сировини та підвищення цін на неї тощо.

Крім того, основна виробнича база по виготовленню вітчизняного обладнання для кондитерської промисловості після розпаду СРСР залишилась в країнах СНД. Фахівцями галузі та Мінмашпрому України була розроблена національна програма, яка

передбачала створення вітчизняного обладнання для забезпечення потреб галузі, однак через брак коштів вона так і не була повною мірою реалізована.

Внаслідок наведених вище причин, а також за рахунок зменшення чисельності населення, виробництво кондитерської продукції тривалий час скорочувалось.

Збільшення обсягів виробництва кондитерських виробів у 1997-2008 рр. було зумовлено низкою причин, а саме: реструктуризацією власності і консолідацією капіталу підприємств кондитерської промисловості; значними вітчизняними та іноземними інвестиціями; розширенням асортименту продукції; активною маркетинговою політикою виробників; використанням сучасних пакувальних матеріалів та нових технологій.

На сьогодні за насиченістю та асортиментом ринок кондитерських виробів України майже нічим не відрізняється від ринку європейських країн. Кондитерські вироби налічують до 1000 найменувань, а 90% кондитерського ринку належать вітчизняній продукції.

Ринок кондитерських виробів в Україні характеризується певними особливостями, зокрема: виробництво кондитерських виробів є матеріалоємним: більша частина витрат спрямована на придбання сировини, питома вага якої складає 50-70% собівартості кондитерської продукції; сезонність сировини, що викликає коливання цін на цукор, борошно та какао-боби протягом року; сезонність виробництва: восени та взимку попит на кондитерські вироби зростає, а отже зростають й обсяги виробництва.

На сьогодні в кондитерській промисловості досягнута певна структуризація ринку – провідні підприємства створили холдинги та корпорації, завоювали споживачів в своїх сегментах ринку, налагодили постачання як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках, інвестували в нове обладнання, зосередились на якості та асортименті, закріпили старі торговельні марки та вивели на ринок інноваційні продукти і нові торговельні марки. Більшість змін у кондитерському секторі відбулися завдяки інвестиціям, які мали як іноземне, так і вітчизняне походження.

Нині в Україні близько 800 підприємств виробляють кондитерську продукцію. До числа головних виробників можна віднести компанії, котрі зуміли сформувати асортимент, у якому частка ліквідної продукції становить не менше 80%; створили

ефективну збутову мережу та на практиці застосували маркетингові прийоми просування товару. Такі компанії займають майже 50% ринку (концерн «А.В.К.», концерн «Roshen» та ПрАТ «Виробниче об'єднання «Конті»), що дозволяє говорити про достатню концентрованість ринку.

Після розпаду СРСР українські кондитерські підприємства спрямовували власні потужності на виробництво вже відомих видів продукції, проте в сучасних умовах господарювання все більшого значення набуває розширення асортименту.

Всю кондитерську продукцію, яка виробляється вітчизняними кондитерськими підприємствами, можна умовно поділити на чотири категорії:

- цукристі (карамель, драже, м'які цукерки глазуровані й неглазуровані шоколадом, ірис, халву, зефір тощо);
- борошняні (печиво, галети, крекери, торти, тістечка, кекси, баби, рулети, пряники, коврижки, вафлі, бісквіти);
- шоколадні вироби (шоколад плитковий з начинкою та без, шоколад фігурний і цукерки, які не менше, ніж на 50% складаються з шоколаду);
- спеціального призначення (борошняні вироби із зниженим вмістом цукру, дієтичні кондитерські вироби і продукція для діабетиків, продукти дитячого харчування).

Структура виробництва на підприємствах кондитерської промисловості України, як і значна частка обладнання, успадковані з радянських часів. Головні оператори ринку діють як універсальні виробники, тобто випускають продукцію різних товарних груп з різних сегментів ринку. При цьому однією з головних проблем великих підприємств виступає надто широкий асортимент, іноді до 200 найменувань продукції, що ускладнює забезпечення сировиною, матеріалами і упаковкою, збільшуючи собівартість продукції. У середніх і малих асортимент кондитерських виробів обмежений 1...3 видами борошняної та 5...6 видами цукристої продукції.

Оскільки в загальному обсязі виробництва солодоців значну частку займають цукристі кондитерські вироби, розглянемо їх виробництво у розрізі регіонів України у 2004-2010 рр. (див. табл. 2.2). Інформація щодо виробництва цукристих виробів в Україні у розрізі регіонів у 2011-2012 рр. в переважній більшості є конфіденційною згідно із Законом України «Про державну статистику», тому і не відображена у табл. 2.2 за відповідний період.

Таблиця 2.2

Динаміка виробництва цукристих кондитерських виробів в областях України у 2004-2010 рр.

Автономна республіка, область, місто	Рік													
	2004		2005		2006		2007		2008		2009		2010	
	т	%	т	%	т	%	т	%	т	%	т	%	т	%
АРК	614	0,11	1160	0,2	1338	0,25	2485	0,42	*		1115	0,19	*	
Вінницька	28714	5,18	39107	6,88	28761	5,29	31314	5,35	40735	6,83	54708	9,17	53813	8,91
Волинська	*		*		*		*		*		3161	0,53	2890	0,48
Дніпропетровська	47371	8,55	44434	7,82	34148	6,28	44857	7,67	48456	8,12	43234	7,25	52298	8,66
Донецька	97462	17,59	94062	16,56	110436	20,31	116334	19,89	123032	20,62	123346	20,68	139746	23,14
Житомирська	17993	3,25	17812	3,14	10197	1,88	10379	1,77	9691	1,62	11222	1,88	10268	1,7
Закарпатська	*		*		*		*		*		*		*	
Запорізька	9609	1,73	8204	1,44	8226	1,51	7949	1,36	5897	0,99	5290	0,89	1347	0,22
Івано-Франківська	1932	0,35	*		*		*		*		*		*	
Київська	2829	0,51	3107	0,55	2703	0,5	3747	0,64	6444	1,08	7278	1,22	8035	1,33
Кіровоградська	4393	0,79	4846	0,85	4967	0,91	4629	0,79	4605	0,77	5881	0,99	8090	1,34
Луганська	20485	3,7	20693	3,64	21915	4,03	21050	3,6	21295	3,57	18307	3,07	15556	2,58
Львівська	16862	3,04	18549	3,27	16917	3,11	13677	2,34	11383	1,91	9191	1,54	9735	1,61
Миколаївська	445	0,08	283	0,05	140	0,03	183	0,03	191	0,03	*		*	
Одеська	29228	5,28	21622	3,81	15507	2,85	15299	2,62	11352	1,9	23031	3,86	17735	2,94
Полтавська	86737	15,66	91400	16,09	86743	15,95	96961	16,58	92335	15,48	92838	15,56	81735	13,54
Рівненська	10822	1,95	8612	1,52	8126	1,49	7339	1,25	10287	1,72	6066	1,02	7763	1,29
Сумська	3066	0,55	4674	0,82	4244	0,78	4697	0,8	5396	0,90	5405	0,91	6491	1,08
Тернопільська	42	0,01	*		*		*		*		*		*	
Харківська	22767	4,11	26692	4,7	29685	5,46	29573	5,06	27167	4,55	30981	5,19	30913	5,12
Херсонська	*		*		*		*		*		*		*	
Хмельницька	4503	0,81	3600	0,63	2749	0,51	2387	0,41	1818	0,3	396	0,07	65	0,01
Черкаська	2513	0,45	2784	0,49	3322	0,61	2201	0,38	1612	0,27	2240	0,38	2352	0,39
Чернівецька	*		*		1127	0,21	1516	0,26	768	0,13	116	0,02	201	0,03
Чернігівська	6140	1,11	7324	1,29	7700	1,42	8109	1,39	7526	1,26	6838	1,15	5222	0,86
Київ	31200	5,63	37049	6,52	40256	7,4	48895	8,36	54018	9,05	52385	8,78	45540	7,54
Всього	553920	100	568024	100	543726	100	584833	100	596645	100	596519	100	603796	100

*Інформація конфіденційна згідно із Законом України «Про державну статистику»

*Складено за даними Державної служби статистики України [161; 211]

Наведені дані свідчать про певну концентрацію виробництва у Дніпропетровській, Харківській, Вінницькій, Полтавській, Донецькій області та в м. Київ. Найбільшим обсягами виробництва цукристих солодошів відрізняється Донецький регіон, що є цілком справедливим, оскільки тут розташовані провідні підприємства кондитерської промисловості України.

В цілому розподіл обсягів виробництва цукристих кондитерських виробів за регіонами України досить рівномірний і відповідає щільності населення.

Одним із перспективних напрямів розвитку кондитерської промисловості є об'єднання окремих підприємств в консорціуми з метою максимального задоволення вимог споживачів. Таке партнерство вигідно як окремим областям, так і державі в цілому, оскільки призводить до посилення інвестиційної привабливості підприємств, і як наслідок, збільшення надходжень до бюджету.

Асоціація «Укркондпром» є єдиним галузевим об'єднанням виробників кондитерської, харчоконцентратної, крохмалепатокової продукції та кави в Україні. Майже 70% кондитерського виробництва зосереджено на фабриках асоціації «Укркондпром», інші 30% кондитерської продукції випускається на заводах продтоварів «Укрпродспілка», в цехах та на підприємствах громадського харчування об'єднання «Укрхлібпром».

Асоціацію «Укркондпром» було створено 10 грудня 2009 р. як господарську неприбуткову організацію і вона є наступницею ЗАТ «Укркондитер», заснованого у 1991 р. До складу Асоціації входять 18 учасників – провідних виробників кондитерської, крохмалепатокової та харчоконцентратної галузі, серед яких Корпорація «Roshen», ПрАТ «ВО «Конті», ПАТ «А.В.К.», ПАТ «Харківська бісквітна фабрика», ПАТ «Полтавакондитер», ТОВ «Нестле Україна», СП «Галка Лтд», ТОВ «ТД «Крахмалопродукт».

Учасниками Асоціації забезпечується близько 70% кондитерського та харчоконцентратного виробництва та 100% крохмалепатокового виробництва в загальному обсязі виробництва галузі в Україні.

Асоціація є найбільшим виробником кондитерських виробів в Україні. Її діяльність спрямована на сприяння інвестуванню закордонними та вітчизняними партнерами у розвиток підприємств галузі; покращання якості та оформлення продукції; підвищення її конкурентоспроможності; організацію спільних підприємств з

наданням існуючих виробничих потужностей; розширення збуту продукції на внутрішньому та зовнішньому ринках тощо.

Основними завданнями Асоціації є:

- проведення аналізу виробництва і стану ринку кондитерських виробів;
- співробітництво з законодавчою та виконавчою владою в частині підготовки пропозицій до проектів законів, направлених на захист економічних інтересів вітчизняних виробників солодошів;
- надання допомоги в оформленні та переоформленні нормативної документації (експертиза рецептур, технологічних інструкцій), проведення і перезатвердження норм і нормативів при виробництві кондитерських виробів і харчоконцентратів;
- сприяння пошуку зарубіжних та вітчизняних партнерів по науково-технічному та виробничому співробітництву, інвестуванню та інші.

Українська спілка об'єднань, організацій і підприємств по виробництву продовольчих товарів «Укрпродспілка» утворена 19 вересня 1991 р. і об'єднує понад 250 багатопрофільних підприємств-виробників і постачальників понад 2500 різноманітних продуктів харчування.

Головними пріоритетами її діяльності є:

- забезпечення потреб населення в харчовій продукції за кількістю, асортиментом, якістю;
- залучення інвестицій для відтворення технічної бази, створення нових продуктів харчування заданих властивостей.

Діяльність об'єднання спрямована на сприяння інвестуванню зарубіжними партнерами в технічний розвиток виробництва, організацію спільних підприємств з наданням наявних виробничих потужностей, реалізацію продукції на зовнішньому ринку.

Об'єднання підприємств хлібопекарної промисловості «Укрхлібпром» - добровільне недержавне формування, створене в травні 1998 року за рішенням установчої конференції уповноважених представників підприємств, акціонерних товариств хлібопекарної промисловості усіх форм власності з метою постійної координації господарської діяльності та взаємодопомоги його учасників для досягнення спільними зусиллями умов найбільш ефективного господарювання, нарощування випуску продукції.

Станом на 01 грудня 2012 р. з «Укрхлібпромом» співпрацює близько 50 хлібопекарських підприємств з 17 областей України та м. Севастополя, обсяги виробництва яких охоплюють понад 50% виробництва хліба та хлібобулочних виробів від загального їх випуску по Україні. Підприємства хлібопекарної промисловості спеціалізуються переважно на виробництві борошняних кондитерських виробів (97% загального обсягу виробництва).

Головними завданнями діяльності Об'єднання є:

- представництво і захист законних інтересів підприємств-учасників в державних, господарських та міжнародних організаціях;
- здійснення роботи по визначенню пріоритетних проблем в області науково-технічного прогресу, спрямованих на проведення сучасної технологічної і технічної політики, впровадженню ресурсозберігаючих, інтенсивних технологій;
- сприяння створенню нормативної бази для розвитку товарного ринку та підвищення ефективності діяльності підприємств;
- створення системи технічного інформаційного забезпечення та освіти учасників Об'єднання.

Обсяги виробництва кондитерської продукції за видами проаналізуємо за даними табл. 2.3.

Дані табл. 2.3 свідчать, що у 2012 р. обсяги виробництва кондитерської продукції практично за всіма групами мають тенденцію до деякого зниження проти попереднього року. Водночас, порівняно із 2004 р. спостерігається зростання обсягів виробництва кондитерської продукції. Особливу увагу виробники кондитерської продукції проявляли до борошняної групи, зокрема до печива солодкого, вафель та цукерок на вафельній основі у шоколадній глазурі, зростання якої у 2012 р. відбулося на 10,12% порівняно з 2004 р.

Значну питому вагу у загальному обсязі виробництва кондитерської продукції у 2012 р. зайняли шоколад та інші харчові продукти готові з вмістом какао у брикетах, пластинах чи плитках та печиво солодке і вафлі, частка яких склала у 2012 р. 34,9% та 32,1% відповідно.

В той же час значно скоротилися обсяги виробництва вареної карамелі за період, що аналізується – на 59,3% або на 138,4 тис. т.

Таблиця 2.3

Виробництво кондитерських виробів в Україні у 2004-2012 рр., тис. т

Продукція	2004 р.	2005 р.	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.	Відхилення 2012 р. від 2004 р., тис. т	Темп приросту (зниження) 2012 р. до 2004 р., %
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Борошняні кондитерські вироби	390,7	431,9	467,1	497,2	517,4	467,9	503	491	421	30,3	7,8
Торти	22,2	25,9	29,4	31,1	30,4	24,3	23,6	20,1	15,6	-6,6	-29,8
Тістечка	6,7	7,8	9	9,7	11,3	9,9	12,1	12,8	12,2	5,5	82,2
Східні солодощі борошняні	0,5	0,6	0,5	0,5	0,7	0,3	0,3	0,5	0,4	-0,1	-15,8
Пряники і вироби аналогічні	44,2	50,7	57,5	61	68,6	62,3	62,2	55,0	44,6	0,4	0,9
Печиво солодке і вафлі	285,2	314,1	336,7	358,1	372,9	339,2	367	364,3	314,1	28,9	10,1
Печиво сухе (галети, крекери)	31,9	32,8	34	36,8	33,5	31,9	37,8	38,3	34,1	2,2	6,9
Цукристі кондитерські вироби	553,9	568	543,8	584,8	596,7	596,5	603,8	574	556	2,1	0,4
Шоколад та інші харчові продукти готові з вмістом какао у брикетах, пластинах чи плитках, у т.ч.	243,7	282,6	302,6	328,8	346,2	330,2	351,6	344	341	97,3	39,9
шоколад і вироби аналогічні, з начинкою чи без начинки	36	40,1	39,2	43,3	44,2	41,4	44	45,1	46,0	10,0	27,9
цукерки шоколадні	86,4	106,3	143,6	159,7	161,2	147,4	174,6	194,0	209,0	122,6	141,9

Продовження табл. 2.3

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
вироби кондитерські з цукру чи його замінників з вмістом какао	115,1	129,4	113,4	119,5	134,8	138,2	129,3	101,8	82,5	-32,6	-28,3
продукти пастоподібні з вмістом какао	2,7	3,4	2,9	3,1	3,2	1,5	1,5	1,4	1,0	-1,7	-62,1
Вироби кондитерські з цукру (включаючи білий шоколад) без вмісту какао, у т.ч.	310,2	285,4	241,2	256	250,5	266,3	252,2	230	215	-95,2	-30,7
вироби покриті цукром, вироби кондитерські з желе	24	39,5	46,7	52,3	55,1	57,2	55,7	58,7	57,6	33,6	140,1
цукерки варені, карамелі, тофі та аналогічні солодощі	233,2	193,9	140,7	150,7	147,8	157,6	140,8	114,3	94,8	-138,4	-59,3
драже	6,1	8,5	8,5	8,5	8,9	8	8,8	8,5	10,0	3,9	64,6
вироби цукрові інші (халва, лукуми, східні солодощі)	43,9	38,2	39,8	39,1	32,6	37,8	40,9	42,3	45,6	1,7	3,8
Кондитерські вироби - всього	944,6	999,9	1010,9	1082	1114,1	1064,4	1106,8	1065	977	32,4	3,4

*Складено за даними Державної служби статистики України [161; 211]

Розподіл виробництва основних груп кондитерських виробів у 2004-2012 рр. наведено на рис. 2.2.

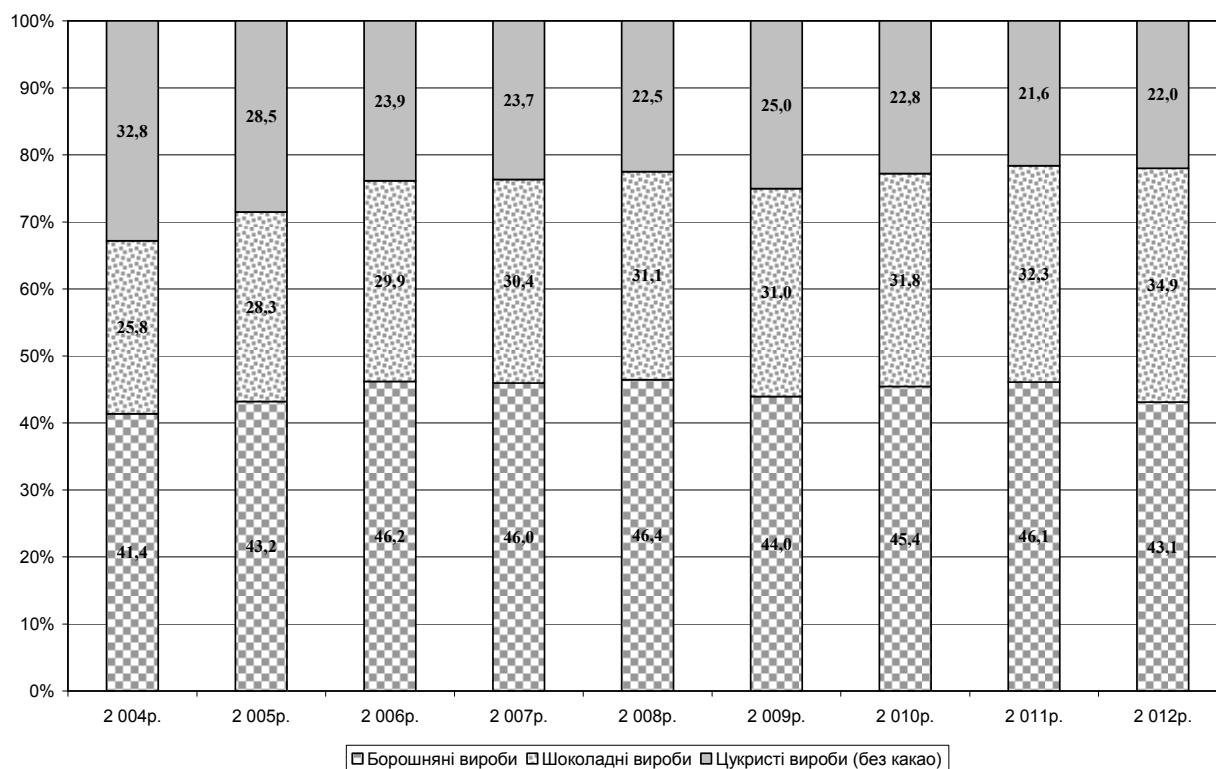


Рис. 2.2. Динаміка розподілу питомої ваги основних груп кондитерських виробів у 2004-2012 рр., %

*Складено за даними Державної служби статистики України [161; 211]

Отже, як показують дані, наведені на рис. 2.2 при відносному зростанні всіх сегментів кондитерської промисловості протягом 2004-2012 рр. спостерігається стабільне збільшення частки шоколадних виробів на фоні скорочення питомої ваги борошняних виробів.

Так, у 2012 р. питома вага сегменту шоколадних виробів зросла на 9,1% проти 2004 р. Останнім часом виробництво у даному секторі спрямовано на нарощування обсягів шоколаду преміум-класу. Також спостерігається поступове нарощування обсягів виробництва цукристої групи без какао-продуктів, питома вага якої збільшилася у 2012 р. на 1,7% порівняно з 2004 р.

Натомість, якщо порівнювати питому вагу групи цукристих виробів без вмісту какао із попереднім роком, то її частка має тенденцію до зниження, що, в першу чергу, пов'язано зі скороченням виробництва карамельної продукції і фактичного перенесення її експортної складової на російські та балтійські підрозділи.

Причина зниження обсягів виробництва борошняних кондитерських виробів у 2012 р. полягає не тільки у зростанні цін на

основні сировинні компоненти (борошно, цукор, жири тощо), а й зміщення зацікавленості споживачів у бік виробів ускладненої рецептури, продукції здорового харчування, дрібноштучних борошняних кондитерських виробів (глазуроване печиво і вафельна продукція) тощо.

До складу асоціації «Укркондпром» входять такі потужні кондитерські фабрики як кондитерська корпорація «Roshen», ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» та ПрАТ «ВО «Конті».

Кондитерська корпорація «Roshen» є найбільшим українським виробником кондитерських виробів і дочірнім підприємством холдингової компанії «Укрпромінвест». По 24,93% акцій «Укрпромінвесту», що є закритим акціонерним товариством, належать чотирьом компаніям: Fairbrook Enterprises Limited, Willenhall Trading Limited (Великобританія), Ukrprominvest Holding Ltd (Панама), Agroprodimpex Cyprus Ltd (Кіпр). Близько 25-30% усіх вітчизняних солодошів випускається на фабриках підприємства – ПАТ «Київська кондитерська фабрика «Рошен», ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика», ПАТ «Маріупольська кондитерська фабрика «Рошен», ПАТ «Кременчуцька кондитерська фабрика «Рошен».

З 2002 р. до складу корпорації входить Липецька кондитерська фабрика «Лінкоф» (Росія), виробнича потужність якої становить біля 30 тис. т на рік. У 2006 р. корпорація «Roshen» придбала Клайпедську кондитерську фабрику у Литві (Klaipėdos konditerija). В асортименті об'єднання більше 200 видів цукерок, карамелі, шоколаду, печива, мармеладу, тортів, вафель тощо при загальному обсязі виробництва до 200 тис. т у рік.

ПАТ «Кондитерська компанія «А.В.К.» функціонує з 1991 р. і включає 6 основних структурних підрозділів: ПАТ «Донецька кондитерська фабрика», ПАТ «Луганська кондитерська фабрика», ПАТ «Мукачівська кондитерська фабрика», кондитерські фабрики «Пчела» і «Март» (м. Донецьк) та ПАТ «Дніпропетровська кондитерська фабрика», що увійшла до складу концерну у квітні 2003 р.

За даними асоціації «Укркондпром» концерн контролює близько 20% ринку кондитерських виробів країни, загальна потужність його підприємств становить понад 100 тис. т продукції на рік.

ПрАТ «ВО «Конті» – одне із об'єднань кондитерської промисловості, що відрізняється найбільш динамічним розвитком. Підприємство засновано у 1997 році, але вже у 2003 р. йому вдалося

увійти у трійку лідерів з виробництва вітчизняних кондитерських виробів (після «Roshen» та «А.В.К.») і наростити обсяги виробництва продукції до 84 тис. т.

До складу групи «Конті» входять три українські кондитерські фабрики: Горлівська, Костянтинівська, Донецька, а з грудня 2003 р. – російське кондитерське підприємство ЗАТ «Кондитер-Курськ».

Отже, як показують результати проведених досліджень дві третини всього ринку кондитерської продукції переважно контролюють наступні виробники (рис. 2.3): кондитерська корпорація «Roshen», ПрАТ «ВО «Конті», ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.», корпорація «Бісквіт-Шоколад», ТДВ «Житомирські ласощі», ПАТ «Полтавакондитер», ПАТ «Крафт Фудз Україна», ПАТ «Одесакондитер», ГК «Петрус» (ТМ «Світ Ласощів»), ПАТ Львівська кондитерська фірма «Світоч». Між першими 12–15 найбільшими компаніями конкуренція зберігається на досить високому рівні – як за ціновими, так і за неціновими (якість, упаковка тощо) параметрами.

За результатами опитування споживачів найбільш популярною є продукція ТМ «ROSHEN» (37%), Конті (21%), АВК (14%), Світоч (12%). При цьому, вітчизняний споживач обирає кондитерські вироби за трьома ознаками: смакові якості (31%), ціна (26%), репутація виробника (30%). Найбільшу лояльність мають споживачі до торгових марок «Рошен» та «Корона» за співвідношенням ціна-якість. При цьому, слід зазначити, що переважну більшість споживачів спонукає до покупки реклама в ЗМІ (57%).

Шоколаду з наповнювачами віддає перевагу більше 90% опитаних, при цьому – 45% - шоколад з горіхами, шоколад з родзинками – 20%, інші наповнювачі – 25%, без начинки – 8%. На особливу увагу заслуговує продукція кондитерської фабрики «Житомирські Ласощі», яка займає 6% ринку, однак продукція якої набуває все більшої популярності серед споживачів завдяки співвідношенню ціна - якість. Так у 2012 р. ТДВ «Житомирські Ласощі» перемогла в конкурсі «Товар року». Найбільш популярні солодощі цього виробника – цукерки «Бабусині казки» і вафлі «Артек класичний».

Частка провідних підприємств кондитерської промисловості у загальному обсязі виробництва кондитерської продукції наведена у табл. 2.4.

Таблиця 2.4

**Структура виробництва продукції провідними підприємствами кондитерської промисловості у
2002-2012 рр., %**

Підприємство	Роки										
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Корпорація «Roshen»	23,1	23,2	21,4	21,9	20,9	21,3	21,9	24,6	25,3	27,2	30,0
ПрАТ «ВО «Конті»	8,8	10,2	10,3	11,2	13,1	13,0	13,5	14,4	15,3	22,6	24,9
Компанія «А.В.К.»	7,2	10,4	12,8	9,9	8,0	11,1	11,2	10,1	11,6	14,1	14,4
Корпорація «Бісквіт-Шоколад»	4,9	4,6	4,8	5,4	5,7	5,4	5,2	5,6	5,8	6,1	6,4
ПАТ «Полтавакондитер»	3,1	3,6	4,3	4,8	4,9	4,6	4,3	3,3	2,8	3,1	3,5
ТДВ «Житомирські ласощі»	2,8	3,2	3,7	4,2	4,3	4,6	5,1	5,6	5,1	5,7	6,2
ПАТ «Одесакондитер»	2,8	3,0	2,6	2,7	1,4	1,6	1,7	1,9	1,6	1,8	1,9
ПАТ Львівська КФ «Світоч»	5,2	4,5	3,0	3,0	3,0	2,5	2,1	1,5	1,6	1,9	2,4
ПАТ «Крафт Фудз Україна»	2,9	2,3	2,2	2,6	2,7	2,0	2,0	1,7	1,7	1,7	1,8
ГК «Петрус»	3,5	3,7	3,2	2,5	2,5	2,1	1,8	1,6	1,6	1,5	1,6
Інші	35,6	31,3	31,7	31,8	33,7	31,7	31,2	29,7	27,7	14,3	6,9
Всього	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

*Розраховано за офіційними даними підприємств

Отже, як видно з табл. 2.4 протягом 2002-2012 рр. провідну позицію за обсягами виробництва кондитерських виробів займає корпорація «Roshen», якій по праву належить майже 30% ринку. Близько 25% ринку солодошів належить ПрАТ «ВО «Конті» і 15% компанії «А.В.К.». Корпорація «Бісквіт-Шоколад» останніми роками поступово нарощує обсяги виробництва і її частка на ринку складає близько 7%.

Розподіл ринку між основними великими підприємствами з виробництва кондитерської продукції можна представити за допомогою діаграми (рис. 2.3).

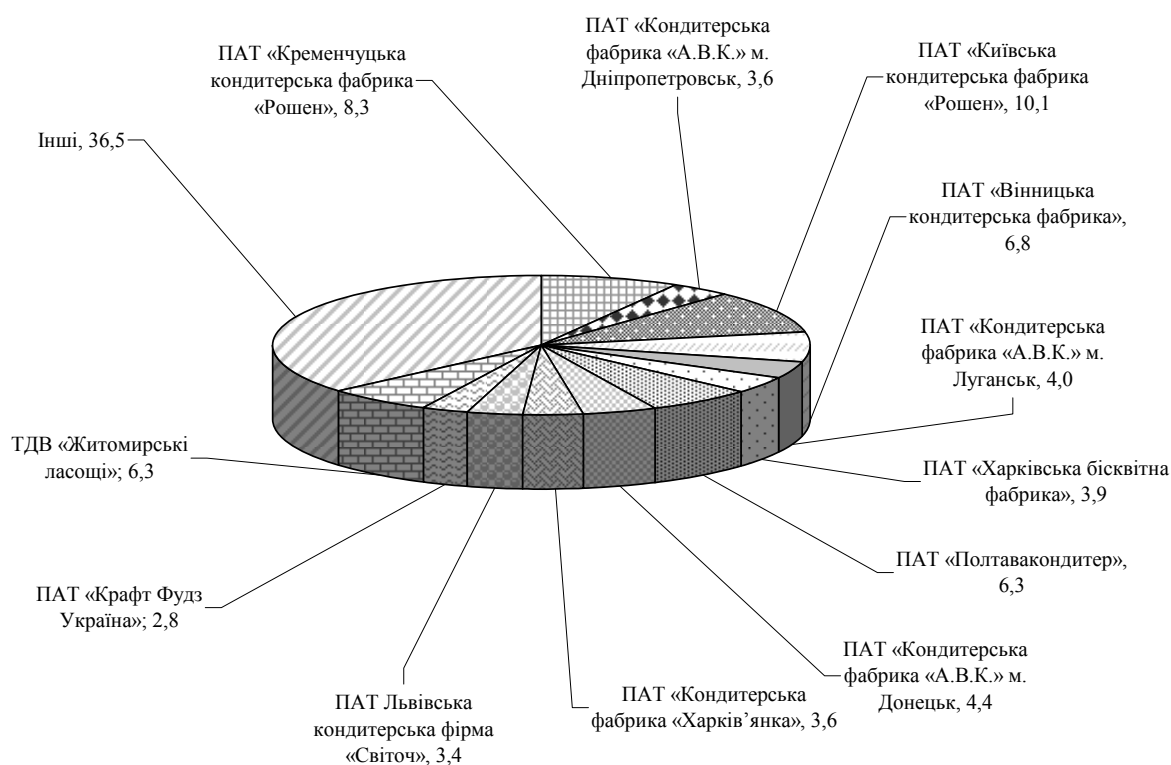


Рис. 2.3. Питома вага обсягів виробництва продукції великими підприємствами у 2012 р., %

*Складено за офіційними даними підприємств

Провідні позиції у виробництві кондитерських виробів великими підприємствами у 2012 році займають Київська (10,1%), Кременчуцька (8,3%), Вінницька (6,8%), Полтавська (6,3%) та Житомирська (6,3%) кондитерські фабрики, а також інші кондитерські підприємства, що не потрапили до складу великих товаровиробників (їх питома вага у виробництві кондитерських виробів становить близько 36,5%).

Основні виробники українського внутрішнього кондитерського ринку – кондитерська корпорація «Roshen», ПрАТ «ВО «Конті», ПАТ

«Кондитерська фабрика «А.В.К.», ПАТ «Крафт Фудз Україна», ПАТ Львівська кондитерська фірма «Світоч» поки що успішно випереджають іноземних виробників, серед яких можна відмітити голландський концерн «Марс» – традиційний лідер виробництва шоколадних батончиків і постачальник драже і цукерок ТМ «Ferrero», італійські компанії Sorini, Witor's, французькі – Vahlrona, Cemoi, Jaquesot, Maxim's, бельгійські – Duc d'O і Hamlet, німецькі – Storck, Mauxion і P. Reber, скандинавську компанію Fazer, швейцарські – Frey, Midor, Lindt і деякі російські – А. Коркунов, фабрика ім. Бабаєва, ЗАТ «Рот Фронт» тощо. Продукція цих імпортерів є значно дорожчою, тому й не конкурентоспроможною й купується переважно на подарунок.

Стрімкому розвитку кондитерської промисловості сприяли також значні надходження інвестицій в основний капітал підприємств (табл. 2.5).

Таблиця 2.5

Обсяги інвестицій в основний капітал підприємств кондитерської промисловості за видами економічної діяльності у 2006-2012 рр.

Вид економічної діяльності	Освоєно (використано) інвестицій в основний капітал, тис. грн.					Відхилення 2012 р. від 2006 р., тис. грн.	Темп зростання 2012 р. до 2006 р.
	2006 р.	2007 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.		
Виробництво сухарів, печива, пирогів і тістечок тривалого зберігання	87719,1	566753	191261	508351	511320	423600,9	в 5,8 раз
Виробництво какао, шоколаду та цукристих кондитерських виробів	102735,3	1082727	768001	1233047	1810997	1708261,7	в 17,6 раз

*Складено за даними Державної служби статистики України [159; 211]

Таким чином, дані табл. 2.5 свідчать про надходження значних обсягів інвестицій у розвиток кондитерської промисловості України. Так, у 2012 р. освоєно інвестиційних коштів підприємствами з виробництва борошняних виробів майже у 5,8 разів більше, ніж у 2006 р. Щодо підприємств з виробництва шоколадних та цукристих

виробів, то обсяги інвестування зросли майже у 17,6 разів у 2012 р. в порівнянні з 2006 роком.

Експерти стверджують [56], що жодна українська кондитерська компанія не зможе у майбутньому інтенсивно розвиватися, якщо її продукція не буде представлена на зовнішніх ринках, а її акції не будуть котируватися на світових біржах.

Оскільки корпорація «Roshen» має виробничі потужності й поза межами України, варто звертати увагу і на суму інвестицій у ці виробництва. За оцінками експертів [85], сума інвестицій у кондитерську фабрику «Лінкоф» складає близько 14 млн. євро, а інвестиції у виробничі потужності Клайпедської кондитерської фабрики складають близько 7 млн. доларів США. До кінця 2010 р. кондитерська корпорація «Roshen» інвестувала в Клайпедську кондитерську фабрику UAB «ROSHEN» 3,2 млн. євро.

Загалом у 2006 р. [83; 85; 208; 210] корпорація інвестувала у розвиток виробництва і капітальне будівництво біля 60 млн. євро. У 2007 р. інвестовано у розвиток виробництва і капітального будівництва близько 100 млн. євро власних і залучених коштів. Інвестиції спрямовані на реконструкцію шоколадного виробництва в Києві, запуск нового цеху по виробництву вафельної продукції у Вінниці (загальна вартість проекту оцінюється в 100 млн. грн.) і будівництво центру логістики в м. Яготин (47 млн. доларів США). Загальна сума інвестицій у модернізацію обладнання Маріупольської, Київської та Кременчуцької кондитерських фабрик у 2007 р. складала близько 13,3 млн. доларів США. Також завершено реконструкцію фабрики «Лінкоф».

У 2008 р. [207] корпорація «Roshen» розпочала у Вінниці будівництво нової кондитерської фабрики по виробництву шоколадної продукції, інвестиції в яку оцінюються близько 600 млн. грн. Крім того, корпорація інвестовано у реконструкцію Вінницької та Липецької кондитерських фабрик близько 100 млн. євро.

Також до 2016 року корпорація «Roshen» вкладе близько 387 млн. доларів США (12 млрд. рублів) у будівництво виробничо-розподільчого комплексу на кондитерській фабриці «Рошен» у Липецькій області.

У 2012 р. корпорація «Roshen» придбала понад 50% пакету акцій угорської кондитерської фабрики Bonbonetti Choco.

З моменту придбання ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Дніпропетровськ компанія «А.В.К.» інвестувала [203; 210] у її

розвиток 11 млн. доларів США. В 2007 р. в дане підприємство інвестовано понад 10 млн. доларів США у купівлю й модернізацію устаткування з виробництва шоколадних виробів.

Загалом [84; 207] протягом 2006-2007 рр. ПАТ «А.В.К.» були здійснені масштабні інвестиції обсягом близько 30 млн. доларів США в оновлення і розширення виробничих потужностей та маркетингове просування своїх основних торговельних марок на ринках.

З початку 2008 р. власники компанії «А.В.К.» [28] інвестували більше 7 млн. доларів США у розширення виробництва шоколадних виробів на виробничих потужностях фабрик. При цьому новим обладнанням найчастіше замінювали виробничі потужності, на яких раніше виготовлялося печиво і карамель. В цілому «А.В.К.» відмовилася від 14 карамельних ліній.

З 2001 по 2006 рік ПрАТ «ВО «Конті» реалізувала кілька великих інвестиційних проекти. Першим був проект «Комплексна модернізація виробництва кондитерських виробів», загальною вартістю майже 6 млн. доларів США. У рамках цього проекту на Донецькій кондитерській фабриці повністю модернізоване виробництво печива-сендвич, на що витрачено 425 тис. доларів США. Компанія встановила устаткування провідних фірм Італії й Німеччини. В 2002 р. на Донецькій кондитерській фабриці запущена нова шоколадно-вафельна лінія. Для її монтажу використовувалося устаткування німецьких і голландських фірм вартістю 5 млн. доларів США. В 2005 р. на фабриці встановлено ще дві нові лінії. Для монтажу цих ліній на Донецькій фабриці був зведений новий виробничий комплекс. Загальна вартість проекту по запуску цих виробничих ліній склала 41 млн. доларів США (без ПДВ).

На початку 2004 р. на Горлівській кондитерській фабриці була запущена лінія вартістю 8 млн. грн. в рамках інвестиційного проекту «Створення і експлуатація потужностей по виробництву нових видів кондитерських виробів», загальна вартість якого понад 25 млн. доларів США.

Чималі суми інвестовані й у Курську кондитерську фабрику [85]. В 2004 р. було вкладено більше 715 тис. доларів США, з яких близько 460 тис. доларів США використано на придбання нового обладнання. В 2005 р. в розвиток фабрики інвестовано більше 1,3 млн. доларів США. Загальний обсяг інвестицій у виробничі потужності ЗАТ «Кондитер-Курськ» склав близько 8,5 млн. доларів США, з них 4 млн. доларів США витрачено на купівлю нового

обладнання. Починаючи з 2007 р. інвестовано у російське підприємство ЗАТ «Кондитер-Курськ» біля 11,5 млн. доларів США, які були освоєні протягом трьох років.

У 2007 р. група «Конті» інвестувала у власний розвиток понад 100 млн. доларів США, реалізувавши три крупних проекти: введення в експлуатацію логістичного центру в м. Макіївці (16,4 млн. доларів США), відкриття виробничого комплексу в Донецьку (72 млн. доларів США) та придбання нової лінії по виробництву шоколаду (36 млн. доларів США). Протягом 2008-2009 рр. ПрАТ «ВО «Конті» інвестувало у розвиток виробництва 100 млн. доларів США, 30% яких були із власних джерел фінансування [85; 86; 205; 206; 207].

Відповідно до угоди про співпрацю ПрАТ «ВО «Конті» продовжує динамічний розвиток в Курську і протягом 2012 р. направило на ці цілі 858 млн. рублів. Кошти інвестовано в обладнання нового виробничого комплексу та оновлення основних фондів на діючій фабриці ЗАТ «КОНТИ-РУС».

Крім цього, будучи відповідальним виробником і завжди підтримуючи розвиток регіонів присутності, ПрАТ «ВО «Конті» додатково інвестувало в соціальну сферу підприємства і міста Курська 12 млн. рублів.

До складу корпорації «Бісквіт-Шоколад» входить ПАТ «Харківська бісквітна фабрика» та ПАТ «Кондитерська фабрика «Харків'янка». Відповідно до закону України «Про спеціальний режим інвестиційної діяльності на території міста Харкова» [126] ПАТ «Харківська бісквітна фабрика» є суб'єктом спеціального режиму інвестиційної діяльності і відповідно до укладеного з Радою з питань спеціального режиму інвестиційної діяльності, утвореною Харківською обласною державною адміністрацією та виконавчим комітетом Харківської міської ради (далі – Рада) договору №38-01 від 10.10.2002 р. (який чинний до 10.10.2008 р.), реалізувався інвестиційний проект на території м. Харкова у пріоритетних видах діяльності – виробництво нових видів кондитерських виробів. Підприємство взяло на себе зобов'язання щодо ризику та на інвестиційних коштах, відповідно до затвердженого інвестиційного проекту та умов договору, забезпечити реалізацію проекту, Рада – забезпечити необхідні умови для його реалізації. У 2008 р. [207] введено в експлуатацію дві виробничі лінії. Інвестиції в нове обладнання складають близько 6 млн. євро. Корпорація інвестує як власні, так і залучені ресурси.

Також ПАТ «Харківська бісквітна фабрика» та ПАТ «Кондитерська фабрика «Харків'янка» реалізували інвестиційні проекти вартістю 1,7 млн. та 1,4 млн. доларів США відповідно. В обидва проекти підприємства вкладали власні кошти. В 2006 р. виділено понад 6 млн. доларів США на збільшення виробничих площ, потужностей і переоснащення підприємств. Інвестування здійснювалося за рахунок власних коштів і довгострокових кредитних ресурсів. В 2007-2008 рр. [67; 204] реалізовано інвестиційний проект загальною вартістю понад 15 млн. доларів США.

У 2009 р. корпорація «Бісквіт-Шоколад» інвестувала близько 2 млн. грн. в придбання обладнання італійської фірми MC Automation для ПАТ «Кондитерська фабрика «Харків'янка». Також інвестовано понад 5 млн. грн. в реконструкцію зовнішнього енергопостачання підприємства. Крім того, здійснюється будівництво власного логістичного центру класу «А» під Харковом. Сумарна вартість проекту складає приблизно 43 млн. грн.

У 2012 р. корпорація «Бісквіт-Шоколад» інвестувала близько 2 млн. євро в модернізацію і розширення вафельного виробництва на ПАТ «Харківській бісквітній фабриці». Підприємство придбало сучасну технологічну лінію з випікання вафельної продукції у компанії HAAS (Австрія). Також укладено угоду на закупівлю нового устаткування з випічки здоби на суму близько 5 млн. євро.

Проведене дослідження інвестиційної діяльності підприємств кондитерської промисловості дає змогу зауважити, що на ринку найбільш активно діють п'ять провідних компаній – Кондитерська корпорація «Roshen», ПрАТ «ВО «Конті», ПАТ «А.В.К.», ПАТ «Крафт Фудз Україна» та ТОВ «Нестле Україна», які є найбільш привабливими з точки зору потенційних інвесторів.

Отже, кондитерський ринок України сформований, розвинений та насичений якісною продукцією вітчизняного виробництва. Підприємства кондитерської промисловості України постійно нарощують обсяги виробництва продукції, чому сприяє значний обсяг вітчизняних і іноземних інвестицій, який щорічно складає більше 200 млн. грн. Проте для більш широкого аналізу розвитку інвестиційної діяльності підприємств кондитерської промисловості необхідно розглянути джерела фінансування інвестицій в сучасних умовах господарювання.

2.2. Аналіз фінансування інвестиційної діяльності підприємств кондитерської промисловості за рахунок власного капіталу

Інвестиційні ресурси будь-якої економічної системи є одним із найважливіших факторів економічного зростання і забезпечення збалансованості процесу суспільного відтворення. Наявність джерел фінансування інвестицій має прямий вплив на динаміку інвестиційного процесу, а структура джерел фінансування інвестиційної діяльності безпосередньо впливає на ефективність інвестицій та рівень ризику, що обумовлює доцільність її аналізу.

У часовому аспекті структура фінансування інвестицій схильна до певних змін, які на макрорівні можуть бути обумовлені дією таких факторів, як зміни в інвестиційній, амортизаційній, грошово-кредитній і податковій політиці держави, а також іншими факторами, на мікрорівні – змінами в інвестиційній і амортизаційній політиці суб'єкта господарювання, а також змінами фінансового стану підприємства.

За часів адміністративно-командної системи управління інвестиційна політика держави упродовж десятиліть була підпорядкована інтересам народного господарства. Держава була основним інвестором всіх сфер інвестиційної діяльності. З початком трансформації економіки України до ринкових методів господарювання відбувається перерозподіл капітальних вкладень за джерелами інвестування в бік збільшення обсягів позабюджетних коштів.

Розглянемо, як змінювалася структура джерел фінансування інвестицій в основний капітал в цілому по Україні за період 2002-2011 рр. Для оцінки характеру змін в структурі інвестицій за джерелами їх фінансування, що мали місце протягом даного періоду побудуємо табл. 2.6.

Як свідчать наведені у табл. 2.6 дані за період, що аналізується частка власних коштів підприємств у структурі джерел фінансування інвестиційної діяльності мала тенденцію до зниження. Хоча у 2008-2009 рр. спостерігається певне зростання їх питомої ваги, проте у 2010-2011 рр. знову відбувається зниження.

У 2011 р. питома вага власних коштів підприємств у загальному обсязі порівняно з 2002 р. знизилась на 11,79%, проте таку зміну не слід розглядати як негативне явище, оскільки в динаміці за 2002-2011

Таблиця 2.6

Структура джерел інвестиційної діяльності в основний капітал за період 2002-2011 рр.

Джерела вкладень	У фактичних цінах, млн. грн.										Темп зростання 2011 р. до 2002 р.
	2002 р.	2003 р.	2004 р.	2005 р.	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Всього, у т.ч. за рахунок	37178	51011	75714	93096	125254	188486	233081	151777	150667	209130	в 5,6 р.
коштів державного бюджету	1863	3570	7945	5077	6846	10458	11576	6687	9479	15599	в 8,4 р.
коштів місцевих бюджетів	1365	2095	3544	3915	5446	7324	9918	4161	4357	6111	в 4,5 р.
власних коштів підприємств	24470	31306	46685	53424	72337	106520	132138	96019	83997	112989	в 4,6 р.
коштів іноземних інвесторів	2068	2807	2695	4688	4583	6660	7591	6859	3429	6544	в 3,2 р.
кредитів банків та інших позик	1985	4196	5735	13740	19406	31182	40451	21581	20611	37436	в 18,9 р.
інші джерела фінансування	5427	7037	9110	12252	16636	26342	31407	16470	28794	30451	в 5,6 р.

Продовження табл. 2.6

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Всього, у т.ч. за рахунок	У відсотках до загального обсягу										Відхилення 2011 р. від 2002 р.
	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	
коштів державного бюджету	5,01	7	10,49	5,45	5,47	5,55	4,97	4,41	6,29	7,46	2,45
коштів місцевих бюджетів	3,67	4,11	4,68	4,21	4,35	3,89	4,26	2,74	2,89	2,92	-0,75
власних коштів підприємств	65,82	61,37	61,66	57,39	57,75	56,51	56,69	63,26	55,75	54,03	-11,79
коштів іноземних інвесторів	5,56	5,5	3,56	5,04	3,66	3,53	3,26	4,52	2,28	3,13	-2,43
кредитів банків та інших позик	5,34	8,23	7,57	14,76	15,49	16,54	17,35	14,22	13,68	17,90	12,56
інші джерела фінансування	14,6	13,8	12,03	13,16	13,28	13,98	13,47	10,85	19,11	14,56	-0,04

*Розраховано за даними Державної служби статистики України [159; 160; 162; 211]

рр. частка власних коштів у джерелах інвестицій супроводжувалася зростанням абсолютної величини даного джерела.

Власні джерела інвестиційної діяльності підприємств залежно від способу формування [11, с. 152–154; 88] поділяються на внутрішні (нерозподілений прибуток, амортизаційні відрахування тощо) і зовнішні (емісія акцій, пайові та інші внески).

Як зазначає І.О. Бланк [11, с. 154], склад зовнішніх джерел формування власних інвестиційних ресурсів у економічній літературі характеризується терміном «залучені інвестиційні ресурси». Це пов'язано з тим, що на відміну від внутрішніх джерел до моменту їх надходження на підприємство вони не мають титулу його власності і потребують від підприємства певних зусиль і витрат по їх залученню.

Проте, в процесі їх надходження вони входять до складу власного капіталу підприємства і подальше їх використання здійснюється як власних інвестиційних ресурсів. Саме з цих позицій і буде проведений подальший аналіз фінансування інвестиційної діяльності підприємств кондитерської промисловості.

Оскільки розмір прибутку впливає на можливість здійснення інвестицій, варто більш детально дослідити обсяги чистого прибутку (збитку) та його частку у чистому доході досліджуваних підприємств (табл. Б.2, додаток Б та табл. 2.7).

Майже половина (54%) кондитерських підприємств із досліджених можна охарактеризувати як стабільно прибуткові протягом десяти років, проте, в свою чергу, жодне з цих підприємств не демонструвало стабільного зростання прибутку за досліджуваний період 2002-2012 рр.

Однак, у деяких підприємств простежувалась тенденція до значного збільшення прибутку у 2012 р. у порівнянні із 2002 р. (у ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика» та ПрАТ «ВО «Конті» чистий прибуток збільшився у 2012 р. порівняно з 2002 р. у 97,7 та 52,6 разів відповідно), що пов'язано з нарощуванням обсягів виробництва та реалізації продукції.

Аналіз співвідношення чистого прибутку (збитку) з чистим доходом у досліджуваних кондитерських підприємств у 2002-2012 рр. виявив, що серед досліджуваних підприємств не існувало стабільної динаміки до збільшення або зменшення питомої ваги чистого прибутку.

Як видно з табл. Б.2 та табл. 2.7, збільшення або зменшення

Таблиця 2.7

Обсяг та питома вага чистого прибутку (збитку) у чистому доході підприємств кондитерської промисловості за 2008-2012 рр.

Підприємство	2008 р.		2009 р.		2010 р.		2011 р.		2012 р.		Відхилення 2012 р. від 2008 р.	
	Чистий прибуток (збиток), тис. грн.	Питома вага у чистому доході, %	Чистий прибуток (збиток), тис. грн.	Питома вага у чистому доході, %	Чистий прибуток (збиток), тис. грн.	Питома вага у чистому доході, %	Чистий прибуток (збиток), тис. грн.	Питома вага у чистому доході, %	Чистий прибуток (збиток), тис. грн.	Питома вага у чистому доході, %	За чистим прибутком (збитком), тис. грн.	За питоною вагою у чистому доході, %
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	14	15
ПАТ «Київська кондитерська фабрика «Рошен»	1915	0,37	1351	0,32	2712	0,49	4778	0,53	3792	0,56	1877	0,19
ПАТ «Кременчуцька кондитерська фабрика «Рошен»	-319	-0,35	538	0,50	1169	1,12	38413	17,97	927	0,49	1246	0,84
ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика»	307	0,15	4925	1,61	8945	2,16	196327	27,80	67725	13,27	67418	13,12
ПАТ «Маріупольська кондитерська фабрика «Рошен»	-436	-0,62	581	0,76	3276	4,21	42851	18,55	11368	7,44	11804	8,05
ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Мукачево	2575	6,64	-1751	-6,26	-613	-1,50	-346	-0,89	125	0,40	-2450	-6,24
ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Дніпропетровськ	18023	6,65	-13092	-7,05	-3534	-1,24	-1313	-0,38	5502	1,42	-12521	-5,23
ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Донецьк	16797	6,72	-8226	-4,47	-1574	-0,58	-2214	-0,74	5398	1,52	-11399	-5,19
ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Луганськ	4204	2,05	-4790	-4,85	-2185	-1,70	-6175	-3,72	-233	-0,13	-4437	-2,18

Продовження табл. 2.7

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	14	15
ПрАТ «ВО «Конті»	-194161	-10,67	352188	15,42	116916	3,88	58362	1,66	268343	7,91	462504	18,58
ПАТ «Харківська бісквітна фабрика»	37771	6,54	40583	5,90	46783	5,37	65727	6,98	54953	6,21	17182	-0,33
ПАТ «Кондитерська фабрика «Харків'янка»	3457	3,78	10445	6,33	7410	3,91	5100	2,69	7153	3,64	3696	-0,15
ПАТ «Запорізька кондитерська фабрика»	359	0,35	-2299	-2,33	-14037	-184,02	-6957	-19,56	5113	11,54	4754	11,19
ПАТ «Полтавакондитер»	19452	4,65	23340	6,13	5097	1,31	11725	2,77	7720	2,12	-11732	-2,53
ПАТ «Рівненська кондитерська фабрика»	-1278	-1,78	1217	1,21	2075	2,30	457	0,01	2033	5,11	3311	6,89
ПАТ Львівська кондитерська фірма «Світоч»	9859	3,17	21626	5,79	28579	5,10	51650	6,01	41252	4,17	31393	1,01
ПАТ Чернігівська кондитерська фабрика «Стріла»	1236	3,75	598	1,45	-196	-0,58	22612	7,33	2504	5,72	1268	1,97
ПАТ «Тернопільська кондитерська фабрика»	703	2,81	26	0,11	1773	6,24	-654	-2,38	-1400	-5,84	-2103	-8,65
ПАТ ВТКФ «Ласощі»	1379	5,27	579	1,84	196	0,80	104	0,61	133	0,67	-1246	-4,60

*Розраховано за даними Форми №2 «Звіт про фінансові результати» зазначених підприємств за відповідні звітні періоди

питомої ваги чистого прибутку на досліджуваних підприємствах кондитерської промисловості відбувалось досить хаотично, що свідчить про нестабільний характер їх господарської діяльності та можливості накопичення власних коштів фінансування інвестиційної діяльності підприємств.

Разом із тим, при аналізі прибутку як джерела фінансування інвестиційної діяльності необхідно враховувати навмисне заниження вітчизняними підприємствами реальних обсягів отриманого прибутку з метою ухилення від сплати податків, тобто на інвестиційні цілі може бути використана лише частина прибутку, зазначена в офіційній звітності. Це зменшує потенційні можливості нерозподіленого прибутку підприємств як джерела фінансування інвестиційної діяльності. Тому одним з напрямів вирішення даної проблеми може стати подальше зниження норми оподаткування прибутку підприємств, що використовується на інвестиційний розвиток.

В окремих випадках зростання обсягів власних коштів на підприємствах досягалось за рахунок збільшення розміру статутного капіталу, тобто підприємства здійснювали додаткову емісію акцій з метою залучення коштів на інвестиційний розвиток. Так, у 2003 р. ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Мукачево збільшила розмір Статутного капіталу на 0,6% в порівнянні з 2002 р., у 2004 р. ПАТ «Маріупольська кондитерська фабрика «Рошен» та ПАТ «Харківська бісквітна фабрика» збільшили розміри статутного капіталу в 3,4 рази та у 9,2 рази відповідно у порівнянні з попереднім роком.

У 2006 р. на обох підприємствах, що входять до складу корпорації «Бісквіт-Шоколад», ПАТ «Харківська бісквітна фабрика» та ПАТ «Кондитерська фабрика «Харків'янка» збільшено розмір Статутного капіталу на 49% та в 5,8 р. відповідно. Також, у 2006 р. ПАТ «Тернопільська кондитерська фабрика», ПАТ ВТКФ «Ласощі», збільшили статутний капітал в 2 рази, 64,8 рази та на 19,7% відповідно проти 2005 р. Кошти, отримані шляхом додаткової емісії акцій на досліджуваних підприємствах спрямовувалися на здійснення реальних інвестицій.

Основна частка залучення інвестиційних ресурсів шляхом емісії акцій здійснювалася в період 1995-2001 рр. і пов'язана з приватизацією підприємств кондитерської промисловості. Наступні емісії здійснювалися з метою збільшення інвестиційних коштів підприємств, зокрема ПАТ «Київська кондитерська фабрика

«Рошен», ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика», ПрАТ «ВО «Конті» та ПАТ Чернігівська кондитерська фабрика «Стріла» у 2008 р. на загальних зборах акціонерів прийняли рішення про збільшення розмірів статутних капіталів.

У 2008 р. ПрАТ «ВО «Конті» та ПАТ Чернігівська кондитерська фабрика «Стріла» збільшили розмір статутного капіталу в 2,2 рази та 5 разів відповідно, залучивши 30,1 млн. грн. та 1,8 млн. грн. У 2009 р. ПАТ «Київська кондитерська фабрика «Рошен», ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика» та ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Дніпропетровськ збільшили розмір статутного капіталу у 3,5 та 9,8 разів, й на 0,2% відповідно, залучивши при цьому 125 млн. грн., 75 млн. грн. та 0,4 млн. грн. відповідно. Крім того, ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика» здійснила додаткову емісію акцій й у 2010 р. на суму 120 млн. грн. та планує у 2013 р. таким способом додатково залучити кошти на інвестиційний розвиток на суму 800 млн. грн.

У 2011 р. ПАТ «Полтавакондитер» збільшила розмір статутного капіталу на 7,3 млн. грн., а у 2012 р. до фінансування інвестиційної діяльності шляхом додаткової емісії акцій вдалась й ПАТ «Запорізька кондитерська фабрика», залучивши 6 млн. грн.

Метою збільшення статутного капіталу підприємств є залучення додаткових інвестицій для модернізації виробництв. Розподіл всіх випусків акцій здійснюється між членами товариств, торгівля на внутрішніх і зовнішніх ринках не здійснюється.

Одним із найбільш ефективних методів залучення інвестицій є виведення підприємств на світовий фінансовий ринок капіталу з наступним фінансуванням у формі додаткових емісій їх акцій. IPO (Initial Public Offering) є первинною публічною пропозицією інвесторам на біржових майданчиках стати акціонерами компанії. Розміщення є первинним, оскільки акції розміщуються на первинному ринку, публічним – цінні папери розміщуються на фондовій біржі, де їх може придбати широке коло інвесторів.

Розміщуючи акції на фондовій біржі, компанія прагне продати незначний, близький до блокуючого, пакет акцій інвесторам з метою фінансового вливання для розвитку, визначення капіталізації чи реальної ринкової вартості, реструктурування бізнесу, а також підвищення свого інвестиційного рейтингу, що дозволить одержати доступ до інших недорогих джерел фінансування.

Первинне публічне розміщення акцій є значним кроком для будь-якої компанії, тому проведенню IPO передують досить ретельна

підготовка, яку можна поділити на три етапи [148]. Перший етап є підготовчим, де за 3-4 роки до розміщення формується кредитна історія компанії шляхом використання кредитних, вексельних та облігаційних позик. Приблизно за 2-3 роки до здійснення IPO розробляється бізнес-план і приводиться фінансова звітність у відповідність до міжнародних стандартів. Більше, ніж за 1 рік до розміщення оцінюються альтернативні IPO джерела фінансування інвестицій з погляду стратегічних цілей компанії та власників. Також компанія обирає інвестиційний банк, юридичну фірму та аудитора. За допомогою банку-андеррайтера визначаються параметри розміщення, тобто обсяг, ціна акцій, загальна справедлива вартість пакету, біржовий майданчик, структура угоди, розробляється план розміщення. На цьому етапі також здійснюється реалізація премаркетингу, тобто збір думок інвесторів та інвестиційних аналітиків щодо критеріїв оцінки компаній подібного типу, такої ж галузі, цієї ж країни на обраному типі майданчика цільовими інвесторами [187].

За шість-вісім тижнів до офіційної реєстрації проспекту емісії проводяться загальні збори, на яких складається план-графік IPO і розподіляються обов'язки членів команди. Офіційно процес IPO починається із загальних зборів [148].

За 10 місяців юридичний консультант, аудитор, фінансовий консультант та банк-андеррайтер починають всебічно вивчати діяльність компанії («due-diligence»). Приблизно за 5 місяців до розміщення, за результатами «due-diligence» та оцінкою кон'юнктури ринку оновлюється оцінка вартості пакету акцій і розкривається інформація про компанію широкому колу інвесторів. За 3 місяці визначається діапазон ціни акцій, а за два-шість тижнів до розміщення здійснюється випуск попереднього проспекту емісії акцій та проведення аналізу проспекту незалежним аудитором. За 1-2 місяці до початку розміщення здійснюється «дорожнє шоу» («road-show»), тобто презентація компанії потенційним інвесторам, метою якого є переконати інвесторів купити акції компанії. Після цього, за тиждень до розміщення здійснюється випуск остаточного проспекту емісії із проведенням аналізу незалежного аудитора [187].

Другий етап передбачає безпосереднє розміщення акцій на біржі. Після погодження ціни акцій і не раніше, ніж за 2 дні після випуску остаточної версії проспекту емісії, компанія оголошує про здійснення IPO. Певна кількість акцій компанії розповсюджується

між членами інвестиційного синдикату, брокерами та їх клієнтами. Торгівля акціями на біржі починається наступного дня після оголошення. Банк-андеррайтер відповідає за організацію вдалої торгівлі і забезпечення цінової стабілізації акцій компанії.

Третій етап передбачає роботу з інвесторами після розміщення. Угода з андеррайтингу вважається завершеною, якщо компанія передає свої акції андеррайтеру, а той переводить отримані кошти на рахунок компанії. Через сім днів після дебюту компанії IPO оголошується здійсненим. Через 25 днів з моменту початку торгівлі андеррайтер та інші члени синдикату можуть робити публічні прогнози і визначати вартість компанії, а також надавати рекомендації інвесторам відносно купівлі акцій компанії [148].

Важливим чинником є оцінка вартості IPO, оскільки витрати на підготовку здійснюються за рахунок власних коштів компанії. Всі витрати, пов'язані з IPO, можна умовно поділити на прямі та непрямі. До прямих витрат відносять вартість послуг андеррайтерів (5-9% загального обсягу емісії), юридичного консультанту (50-200 тис. доларів США), витрат на проведення аудиту (200-300 тис.), рекламної кампанії (10-50 тис.), витрат на формування і розкриття інформації фінансової звітності (4,5-20 тис. доларів США). Непрямі витрати включають впровадження корпоративної інформаційної системи, що забезпечить своєчасне формування звітності (500-6000 тис. доларів США), проведення реорганізації і удосконалення процедур корпоративного управління (50-120 тис.), створення комітету з компенсацій і винагород (12-60 тис.), комітету з внутрішнього контролю (20-80 тис.), відділу стратегічного планування (20-80 тис.), відділу зв'язків з інвесторами (80-400 тис. доларів США). Таким чином, витрати на організацію і проведення IPO загалом можуть становити до 20 % загального обсягу залученого капіталу.

Розрізняють три методи організації процедури IPO на біржовому майданчику (порядок визначення ціни): метод фіксованих цін (відкрита пропозиція); метод аукціону; метод формування портфелю (метод збору заявок) [148]. Метод фіксованих цін передбачає визначення ціни акцій заздалегідь, що значно підвищує ризик провалу IPO через витік інформації. Крім того, інвестори мають заздалегідь повністю оплатити замовлення акцій. Все це призводить до встановлення відносно заниженої ціни на акції, тому цей метод застосовується досить рідко, переважно на високорегульованих фондових ринках певних країн. Основним недоліком методу аукціону

є неповний продаж акцій компанії. Аукціони найчастіше обираються для приватизації відомих компаній в добре вивчених і зрозумілих інвесторам галузях, що мають значну кількість співробітників і широку клієнтську базу. Найбільш поширеним є методом формування портфелю, при якому андеррайтер здійснює повний контроль у розподілі акцій компанії серед потенційних інвесторів.

Існують також змішані методи проведення ІРО, при яких для продажу різних траншів акцій використовуються комбіновані методи, а саме: аукціон/відкрита пропозиція; аукціон/формування портфелю; формування портфелю/відкрита пропозиція – найбільш розповсюджений метод. Частіше за все формування портфелю використовується для продажу акцій компанії-емітента інституційним і іноземним інвесторам, а відкрита пропозиція резервується для дрібних (національних) інвесторів.

Проведення успішного ІРО свідчить про досягнення компанією високого рівня інформаційної прозорості, стійке зростання фінансових показників, відповідність рівня корпоративного управління прийнятому стандарту, наявність у компанії довгострокової стратегії розвитку бізнесу.

Компанія може здійснювати ІРО як на вітчизняному, так і на світових біржах. Світова практика свідчить, що основна частина ІРО здійснюється в США, Великобританії, Канаді (до 15-20% загального обсягу інвестицій в основний капітал), оскільки ці країни орієнтовані на фондовий ринок як джерело інвестицій. Інша ситуація спостерігається в країнах континентальної Європи (5-10% загального обсягу інвестицій в основний капітал), які переважно орієнтуються на банківське кредитування [148]. Вітчизняний ринок ІРО сильно відстає від ринків розвинутих країн, що пов'язано з недостатньою розвиненістю фондового ринку в цілому. Фінансовий ринок України розвивався як борговий, в результаті чого на сьогодні залишається непомітним у масштабах економіки. Проте, його розвиток досяг такого рівня, коли стало необхідним диверсифікувати джерела фінансування, а щоб залучити кошти зі сторони, необхідно розміщувати акції компанії на фінансових майданчиках.

Загалом розрізняють два типи фондових бірж: глобальні та регіональні. Глобальні фондові ринки є домінуючими і характеризуються найвищою капіталізацією, значними обсягами торгів та найбільшою ліквідністю. До них відносяться Нью-Йоркська (NYSE), Лондонська (LSE) та Токійська (TSE) фондові біржі. Також

на статус глобальної претендує американська електронна біржа NASDAQ. Лондонська фондова біржа складається з двох секторів – найбільш престижного майданчику Європи для крупних та відомих компаній Основної біржі (The Main Market) та Секції альтернативних інвестицій (AIM), призначеної для невеликих швидко зростаючих компаній. Регіональні біржі домінують в локальній економічній системі і обслуговують певний регіон, спеціалізуючись на обмеженій кількості продуктів, ринків і інвесторів. Серед відомих регіональних фондових бірж можна виділити торговельні майданчики Франкфурту, Люксембургу, Відня, Варшави, а також єдину біржу балтійського регіону OMX, яка об'єднує в єдину систему торговельні майданчики Стокгольму, Копенгагену, Хельсінкі, Вільнюсу, Риги та Талліну.

Так, якщо компанія бажає залучити значний капітал або вийти з бізнесу протягом мінімум п'яти років з максимальним прибутком від самого процесу виходу і володіє щорічним оборотом від 1 млрд. доларів США, то необхідно розглянути IPO на Нью-Йоркській (NYSE) та Лондонській (LSE) фондових біржах. Проте, необхідно враховувати, що продаж одразу великого пакету акцій (близько 40 %) і швидкого виходу власника із складу акціонерів, інвестори можуть сприйняти з підозрою. Для залучення крупного стратегічного інвестора без продажу значного пакету акцій на біржі або для залучення коштів з метою фінансування інвестицій при наявності оборотних коштів у компанії в розмірі від 20 млн. до 1 млрд. доларів США для проведення IPO можна рекомендувати Секцію альтернативних інвестицій (AIM) Лондонської фондової біржі, оскільки такий ринок є менш регульованим і присутніх на ньому інвесторів будуть цікавити перспективи розвитку компанії і її продуктів, ніж історія в минулому.

Здійснення первинного публічного розміщення акцій на біржі має низку переваг для компанії-емітента, зокрема, грошові кошти підприємство отримує на довгостроковий період, що створює можливості для здійснення капіталоємних інвестицій емітента у розширення виробництва, розвиток експортного потенціалу тощо; диверсифікація джерел фінансування; емісія цінних паперів дає можливість емітенту не залучати кредитні кошти і, разом з цим, забезпечує найбільш привабливі умови кредитування; створення біржової історії і репутації компанії на публічному фінансовому ринку сприяє зростанню капіталізації акцій; випуск простих акцій не пов'язаний з фіксованими зобов'язаннями; більш широкі можливості

фінансового конструювання, перехід емітента до проектування серій фінансових продуктів з умовами, що змінюються в залежності від стану ринку і продуктових ліній; публічне розкриття інформації і обертання на ринку цінних паперів створює для підприємства національний канал маркетингу компанії та її торговельних марок; підвищення інвестиційної привабливості підприємства тощо [148].

Поряд існують і негативні моменти проведення IPO, а саме: виникає проблема розмивання капіталу; необхідність публічного розкриття інформації потребує додаткових витрат; більші регулятивні витрати у порівнянні з іншими фінансовими інструментами; додаткові витрати, пов'язані з підготовкою, розміщенням і обслуговуванням випуску; значні витрати на фінансове посередництво; більш тривалий строк на підготовку залучення капіталу [148].

Досить часто компанії недооцінюють витрати і ризики, які доводиться нести під час і після виходу на біржу, а також неправильно розуміють пріоритети підготовчої роботи перед IPO, переоцінюючи при цьому значимість формальних процедур (проведення аудиту, підготовка необхідних документів тощо), і недооцінюють заходи, спрямовані на підвищення вартості бізнесу і його інвестиційної привабливості. Деяким компаніям перед проведенням IPO варто реалізувати інші форми фінансування інвестицій, зокрема, залучення синдікованих кредитів, випуск облігацій, співробітництво з інвестиційними фондами, які також можна використовувати як засіб посилення фінансової дисципліни, підвищення впізнаваності компанії, створення позитивної публічної кредитної історії.

Водночас, жодна з досліджуваних у монографії компаній не здійснила залучення інвестиційних коштів шляхом IPO на міжнародних ринках капіталу, що на нашу думку [148; 187], обумовлено декількома причинами. З одного боку, недостатній розвиток вітчизняної біржової інфраструктури для здійснення IPO та занадто висока його вартість. З іншого боку таке становище пояснюється недостатньою «прозорістю» кондитерських підприємств, що є значною перешкодою для залучення такого роду інвестицій.

Серед власних коштів другим потужним джерелом фінансування інвестиційної діяльності підприємств є амортизаційні відрахування [72, с. 73; 111, с. 142], які мають бути на рівні,

достатньому для забезпечення відтворення основних засобів. У світовій практиці [40, с. 310] амортизаційні відрахування є важливим джерелом фінансування інвестиційної діяльності, за рахунок яких фінансується близько 60–70% інвестицій в основний капітал. Крім того, в обліку підприємства стаття «амортизаційні відрахування» може існувати незалежно від результатів його господарської діяльності [136, с. 62]. Тому, І.О. Бланк та А.М. Литовських [11, с. 153; 81] розглядають амортизаційні відрахування як найбільш стабільне джерело фінансування інвестиційної діяльності підприємств. Проте, на сьогодні в Україні обсягів амортизаційних відрахувань не вистачає навіть для фінансування простого відтворення основних засобів.

Однією з причин такого становища є недосконала амортизаційна політика, яка є дієвим інструментом державного регулювання процесу відтворення основного капіталу і важливою складовою інвестиційної і фінансово-економічної політики. Вважаємо, що метою амортизаційної політики у значній мірі є забезпечення фінансових можливостей господарюючого суб'єкта для інвестування в основний капітал. За нинішніх умов амортизаційна політика підприємств повинна не гальмувати, а сприяти оновленню їх виробничої бази. Як показує досвід країн з розвинутою ринковою економікою, значення амортизаційних відрахувань особливо зростає в періоди економічних спадів. За останнє десятиріччя простежується тенденція зростання частки амортизації у загальному обсязі капіталовкладень, зокрема, у США – з 58 до 76%, у Німеччині – з 37 до 60%, у Японії – з 32 до 50% [170].

На сьогодні слід забезпечити адресне використання амортизаційних коштів відповідно до їх функціонального призначення такими шляхами: включення амортизаційних відрахувань при нецільовому використанні в оподатковувану базу; введення спеціальних амортизаційних рахунків підприємств у обслуговуючих банках; формування за рахунок частини амортизаційних відрахувань регіональних інвестиційних фондів. Амортизаційні відрахування не повинні бути джерелом поповнення оборотних коштів, проблему формування достатніх оборотних коштів варто вирішувати на іншій основі, насамперед забезпечивши нормалізацію платіжного обороту.

З метою відновлення відтворювальної функції амортизації доцільно систематично проводити переоцінку основних засобів, а

також створити кожному підприємству Фонд відтворення основних засобів за рахунок амортизаційних відрахувань, прибутку від ліквідації та надання в оренду основних засобів, чистого прибутку підприємства тощо.

Поряд із цим необхідно законодавчо закріпити вимогу використовувати за цільовим призначенням кошти зазначеного Фонду, а також здійснювати контроль за виконанням даних вимог.

Оскільки амортизаційні відрахування є одним із власних джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств (а в умовах значного зниження доходності бізнесу і зменшення можливостей довгострокового кредитування є одним із основних джерел інвестування), то підприємству необхідно обирати такі методи амортизації, які змогли б допомогти раціоналізувати грошові потоки і збільшити інвестиційні можливості. На нашу думку, цього можна досягти лише за умови створення єдиної концепції нарахування амортизації.

Динаміка обсягів амортизаційних відрахувань підприємств кондитерської промисловості наведена в табл. 2.8.

Як свідчать дані табл. 2.8, сума амортизаційних відрахувань протягом 2002-2012 рр., поряд з обсягами отриманого прибутку, є основним джерелом фінансування інвестиційної діяльності для більшості підприємств кондитерської промисловості.

Майже на всіх підприємствах суми накопиченої амортизації використовуються для здійснення капіталовкладень. Значні обсяги даного джерела фінансування інвестицій особливо є важливим для збиткових підприємств, а саме, для ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Мукачєво та ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Луганськ. Водночас, досить повільними темпами зростали обсяги амортизаційних відрахувань на ПАТ ВТКФ «Ласощі» та ПАТ «Рівненська кондитерська фабрика», а на ПАТ «Запорізька кондитерська фабрика» взагалі відбулось зменшення обсягів накопиченої амортизації у 2012 р. проти 2002 р.

Отже, виходячи з проведеного аналізу можна зробити висновок про достатній розмір власних коштів для забезпечення інвестиційної діяльності окремими підприємствами кондитерської галузі, що, в свою чергу, свідчить про зростання інвестиційної активності кондитерських підприємств, а й відповідно, приваблює інвесторів до вкладання коштів у відповідні виробництва.

Таблиця 2.8

Динаміка обсягів амортизаційних відрахувань кондитерських підприємств за 2002-2012 рр.

Підприємство	Накопичена амортизація, тис. грн.											Відхилення 2012 р. від 2002 р., тис. грн.	Темп зростання 2012 р. до 2002 р., разів
	2002 р.	2003 р.	2004 р.	2005 р.	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
ПАТ «Київська кондитерська фабрика «Рошен»	31168,9	41373,1	52818,6	67253,1	88226,7	124808,2	169206	210097	270376	469710	536568	505399,1	17,2
ПАТ «Кременчуцька кондитерська фабрика «Рошен»	11497,5	15553,4	23469,2	36112	52055,2	70059,9	87617	102616	112682	69701	83725	72227,5	7,3
ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика»	18194,5	25393,4	32298,6	40509,5	51566,8	67000,2	110941	178502	262380	563921	237473	219278,5	13,1
ПАТ «Маріупольська кондитерська фабрика «Рошен»	8716,2	8795,9	11789,8	20544,1	30760,3	41415,7	49980	57248	63566	46440	62571	53854,8	7,2
ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Мукачево	2609	2999,5	3336,6	3569,2	4047	4179,2	8368	9885	20285	21798	23014	20405	8,8
ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Дніпропетровськ	21456,4	23638,7	27247,6	30090,1	35900,4	44368,3	135522	148694	270457	286683	303481	282024,6	14,1
ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Донецьк	13928,3	15492,2	16041,1	17226,7	18658,5	20320,5	41162	46653	86809	94841	102897	88968,7	7,4
ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Луганськ	11529,1	12933	13894,3	15125,8	17213,1	19569,4	58633	59626	94600	103300	108364	96834,9	9,4
ПрАТ «ВО «Конті»	7361,6	14233,3	30700,7	38165,6	53041,7	77062,5	169710	238748	294584	396392	511947	504585,4	69,5

Продовження табл. 2.8

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
ПАТ «Харківська бісквітна фабрика»	30927,3	36869,9	42481,7	48656,7	56910,5	72243,1	84643	96524	107734	121714	373248	342320,7	12,1
ПАТ «Кондитерська фабрика «Харків'янка»	6747,5	8862,2	11155,9	16324,3	20578,1	25969,5	39292	74414	88078	103985	118627	111879,5	17,6
ПАТ «Запорізька кондитерська фабрика»	8812,1	9890,2	11339,6	12639,1	14465,4	15995,1	17486	18350	13738	2539	4442	-4370,1	50,4%
ПАТ «Полтавакондитер»	8460	10846	15404	21287,9	27893,5	35012,8	43728	52080	62482	70272	80141	71681	9,5
ПАТ «Рівненська кондитерська фабрика»	3220,6	3600,8	4578,4	7254,7	10369,1	13543,2	16620	19202	12524	13707	8874	5653,4	2,8
ПАТ Львівська кондитерська фірма «Світоч»	32719,1	51045,3	67138,3	88291,2	82392,9	99423,3	103360	120722	141370	163047	189405	156685,9	5,8
ПАТ Чернігівська кондитерська фабрика «Стріла»	2499,4	2593,8	2598,3	2849,3	3123,1	3407,5	86997	89447	91852	94377	96755	94255,6	38,7
ПАТ «Тернопільська кондитерська фабрика»	1831,4	2182,7	2605	2865,3	3277	3656,3	4205	4880	5562	6598	7480	5648,6	4,1
ПАТ ВТКФ «Ласощі»	2205	2273	2072,6	2315,1	2591,8	2798,5	3139	3445	3925	4049	4524	2319	2,1

*Розраховано за даними Форми №1 «Баланс» зазначених підприємств за відповідні звітні періоди

Проте, як зазначає В.І. Рошило [136, с. 63] чистий прибуток і амортизаційні відрахування можуть використовуватися для фінансування інвестиційної діяльності підприємств, якщо мають реальне грошове наповнення. Дохід від реалізації продукції, який слугує основою для формування чистого прибутку, набуває грошової форми виключно в момент здійснення розрахунків.

Аналогічним чином і амортизація як стаття витрат нараховується за певний проміжок часу, але амортизаційний фонд набуває грошового наповнення тільки за умови здійснення реалізації продукції. Тому обов'язковою умовою використання власних внутрішніх джерел інвестиційної діяльності є стабільне функціонування підприємства, зокрема за рахунок своєчасності розрахунків за реалізовану продукцію.

Таким чином самофінансування має об'єктивні межі, які обумовлені обмеженістю внутрішніх джерел інвестування. Практичний досвід свідчить, що ефективна інвестиційна діяльність неможлива без постійного залучення позикових коштів. Використання таких коштів дозволяє не тільки істотно розширити господарську діяльність підприємства і досягнути більш ефективного використання власного капіталу, а й прискорити реалізацію крупних інвестиційних проектів, забезпечити постійне удосконалення та оновлення основного капіталу, що, в кінцевому випадку, призведе до зростання ринкової вартості підприємства.

Фінансування інвестиційної діяльності за рахунок запозичених джерел є більш привабливим для власників підприємства, які не мають наміру збільшувати кількість акціонерів або пайовиків з метою збереження контролю над підприємством.

Отже, наступним кроком монографічного дослідження є проведення аналізу позикових джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств кондитерської промисловості України.

2.3. Особливості здійснення інвестиційної діяльності підприємств кондитерської промисловості за рахунок позикових джерел фінансування

Відносно легкодоступним і надійним джерелом формування інвестиційних ресурсів є кредит. Без кредиту ріст інвестицій обмежувався би можливостями індивідуального кругообігу коштів, а також системою бюджетного фінансування, що склалася.

Посилення ролі кредитних відносин як засобу стимулювання розвитку виробництва проявляється в різних аспектах. Кредит є підґрунтям розширеного відтворення, важливою складовою діяльності підприємств всіх форм власності, надійним інструментом, який опосередковує процес виробництва і реалізації продукції. Кредит сприяє технічному прогресу, виступає джерелом капітальних вкладень та інструментом стимулювання виробництва.

Завдяки кредитним відносинам відпадає необхідність обов'язкового накопичення власних коштів і відбувається більш швидке залучення ресурсів в господарський оборот за рахунок економії часу при закупівлі сировини, матеріалів тощо. Таким чином, сприяючи безперервності відтворювального процесу на підприємствах, кредит поряд з тим є фактором його прискорення.

Держава на сучасному етапі є неефективним інвестором, перш за все, через недостатність доходної частини бюджету і необхідність першочергового вирішення соціальних і політичних завдань. І, хоча у 2011 р. (див. табл. 2.6) фінансування за рахунок коштів державного бюджету зросло на 13736 млн. грн. (в 8,4 рази), а за рахунок місцевих бюджетів освоєно більше на 4746 млн. грн. (в 4,5 рази) від 2002 р., цих коштів недостатньо для задоволення інвестиційних потреб підприємств.

На нашу думку [151], більшу увагу слід приділяти залученню інвестицій у формі коштів банків та інших фінансових інститутів. Так, аналіз даних показав, що використання такого джерела фінансування інвестицій як кредити банків та інших позик має тенденцію до зростання (у 2011 р. залучення таких ресурсів збільшується у 18,9 раз або на 35451 млн. грн. проти 2002 р.). Проте обсяги залучення банківських кредитних ресурсів та позик інших фінансових установ поки що характеризуються недостатніми розмірами.

В умовах браку власних ресурсів особлива увага приділяється також розширенню залучення капіталу іноземних інвесторів. Дані табл. 2.6 свідчать про досить стабільні обсяги залучення іноземного капіталу для фінансування інвестиційної діяльності, хоча в порівнянні з іншими джерелами вони є не досить значними.

Виходячи з цього, на наш погляд, варто більш детально зупинитися на аналізі обсягів залучення кредитних ресурсів ряду підприємств кондитерської промисловості (див. табл. 2.9).

Таблиця 2.9

Динаміка обсягів залучених короткострокових кредитних ресурсів підприємствами кондитерської промисловості, тис. грн.

Підприємство	2002 р.	2003 р.	2004 р.	2005 р.	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика»	0	0	0	0	0	14000	0	0	0	0	0
ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Дніпропетровськ	0	1599,7	5139,9	5000	6930	6790	7500	7500	0	0	0
ПрАТ «ВО «Конті»	23337,8	33914,9	6315,1	27494,8	102399,7	148151,9	349119	284413	27047	29013	0
ПАТ «Харківська бісквітна фабрика»	8570,7	14092,8	12053,4	17844,8	21034,7	27902,4	28780	15142	14318	14427	15334
ПАТ «Кондитерська фабрика «Харків'янка»	0	1000	1000	500	500	0	0	0	0	0	0
ПАТ «Запорізька кондитерська фабрика»	4516,8	9081,9	0	5247,5	300	0	0	0	0	0	0
ПАТ «Полтавакондитер»	0	107,5	0	0	0,1	0	10805	0	6000	7135	6794
ПАТ «Рівненська кондитерська фабрика»	0	2000	0	0	0	4533,5	4827	4555	3574	3289	3289
ПАТ Львівська кондитерська фірма «Світоч»	1300	72653,2	83615,6	68392,5	7065,3	10909,1	0	0	0	0	0
ПАТ Чернігівська кондитерська фабрика «Стріла»	1384,3	1079,2	1481,6	1359	1609,1	1986,6	2005	3038	3431	5099	5478

Продовження табл. 2.9

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
ПАТ «Тернопільська кондитерська фабрика»	486	798,6	799,7	358,3	388,0	2762,9	2130	370	0	70	0
ВАТ ВТКФ «Ласощі»	99,2	0	0	120	0	0	0	0	0	2996	0
Відхилення від попереднього року											
Підприємство	2002- 2003	2003- 2004	2004- 2005	2005- 2006	2006- 2007	2007- 2008	2008- 2009	2009- 2010	2010- 2011	2011- 2012	
ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика»	0	0	0	0	14000	-14000	0	0	0	0	
ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Дніпропетровськ	1599,7	3540,2	-139,9	1930,0	-140	710	0	-7500	0	0	
ПрАТ «ВО «Конті»	10577,1	-27599,8	21179,7	74904,9	45752,2	200967,1	-64706	-257366	1966	-29013	
ПАТ «Харківська бісквітна фабрика»	5522,1	-2039,4	5791,4	3189,9	6867,7	877,6	-13638	-824	109,0	907	
ПАТ «Кондитерська фабрика «Харків'янка»	1000	0	-500	0	-500	0	0	0	0	0	
ПАТ «Запорізька кондитерська фабрика»	4565,1	-9081,9	5247,5	-4947,5	-300	0	0	0	0	0	
ПАТ «Полтавакондитер»	107,5	-107,5	0	0,1	-0,1	10805	-10805	6000	1135	-341	
ПАТ «Рівненська кондитерська фабрика»	2000	-2000	0	0	4533,5	293,5	-272	-981	-285	0	
ПАТ Львівська кондитерська фірма «Світоч»	71353,2	10962,4	-15223,1	-61327,2	3843,8	-10909,1	0	0	0	0	
ПАТ Чернігівська кондитерська фабрика «Стріла»	-305,1	402,4	-122,6	250,1	377,5	18,4	1033	393	1668	379	
ПАТ «Тернопільська кондитерська фабрика»	312,6	1,1	-441,4	29,7	2374,9	-632,9	-1760	-370	70	-70	
ВАТ ВТКФ «Ласощі»	-99,2	0	120	-120	0	0	0	0	2996	-2996	

*Розраховано за даними Форми №1 «Баланс» зазначених підприємств за відповідні звітні періоди

Як свідчать дані табл. 2.9, лише 12 із 18 обраних для аналізу фабрик залучають короткострокові кредитні ресурси (терміном до 24 місяців). У значних обсягах і постійно протягом періоду, що аналізується долучаються до використання такого джерела фінансування інвестицій такі підприємства, як ПрАТ «ВО «Конті», ПАТ «Харківська бісквітна фабрика», ПАТ Чернігівська кондитерська фабрика «Стріла», ПАТ «Тернопільська кондитерська фабрика», ПАТ «Рівненська кондитерська фабрика».

В переліку досліджуваних підприємств корпорація «Roshen» та компанія «А.В.К.» представлені лише ПАТ «Вінницькою кондитерською фабрикою» та ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Дніпропетровськ відповідно. Таке становище пояснюється тим, що фінансування інвестиційної діяльності підприємств, що входять до корпорації «Roshen» відбувається, в основному, за рахунок власних коштів підприємств та за допомогою залучення іншого джерела позикового фінансування, що буде розглянуто далі.

У складі компанії «А.В.К.» присутні підприємства, які не можуть залучити кредитні ресурси через недостатню кредитоспроможність, тому фінансування інвестиційної діяльності відбувається за рахунок використання інших джерел.

Для більш узагальненої характеристики використання кредитних ресурсів, необхідно провести аналіз залучення кондитерськими підприємствами довгострокових кредитів банків (див. табл. 2.10).

Як видно з табл. 2.10 лише 5 підприємств використовують довгострокові джерела інвестиційної діяльності. Найбільш активно залучають таке джерело фінансування інвестицій ПрАТ «ВО «Конті». Так, у 2012 р. підприємство збільшило обсяги залучення у 117 разів (або на 1174279 тис. грн.) проти 2002 р. Таке активне використання довгострокових інвестиційних ресурсів пов'язано із технічним переоснащенням підприємств, що входять до складу ПрАТ «ВО «Конті», що дозволить нарощувати обсяги виробництва продукції і займати все більшу частку на ринку.

Отже, виходячи з проведеного аналізу за даними табл. 2.9 та 2.10 можна підвести підсумок щодо залучення підприємствами кредитних ресурсів: використання підприємствами кондитерської промисловості такого джерела фінансування інвестиційної діяльності хоча і є досить активним для більшості підприємств, проте недостатнім. На це впливає такий фактор як відсоткова ставка за

кредитними ресурсами, яка останнім часом хоча і коливається, проте на сьогодні залишається досить високою в порівнянні з країнами з розвинутою ринковою економікою.

Таблиця 2.10

**Обсяги залучених довгострокових кредитів підприємствами
кондитерської промисловості, тис. грн.**

Підприємство	2002 р.	2003 р.	2004 р.	2005 р.	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.
ПрАТ «ВО «Конті»	10121	75082	49706	154462	237927	335867	978519	1035110	1254940	1251972	1184400
ПАТ «Харківська бісквітна фабрика»	0	0	0	0	0	0	0	13153	10664	6457	0
ПАТ «Запорізька кондитерська фабрика»	0	0	6734,3	0	0	0	0	0	0	0	0
ПАТ «Полтава- кондитер»	0	0	0	0	0	0	635	366	73	0	0
ПАТ «Рівненська кондитерська фабрика»	0	549,2	839,2	3105,9	1175,5	920,5	1238	0	0	0	0

*Складено за даними Форми №1 «Баланс» зазначених підприємств за відповідні звітні періоди

Окрім того, необхідно вказати на досить жорсткі вимоги щодо забезпеченості кредитів. Переважна більшість банків в Україні при наданні кредитів, особливо довгострокових, вимагають надання високоліквідного забезпечення [136, с. 67].

Дослідження показали, що окрім кредитних інструментів підприємствами кондитерської промисловості активно використовуються інструменти фондового ринку, серед яких провідну позицію займають корпоративні облігації. Разом із тим, в Україні фондовий ринок як джерело інвестиційних ресурсів використовується неповною мірою, в той час як в країнах з розвинутою ринковою економікою він забезпечує залучення від 50 до 80% загального обсягу інвестиційних вкладень [145].

У 2002 р. компанія «А.В.К.» вийшла на український фінансовий ринок з власними цінними паперами, вдало розмістивши п'ятирічні корпоративні облігації на суму в 50 млн. грн. номінальною вартістю 1000 грн. кожна облігація.

З метою залучення інвестиційних ресурсів шляхом облігаційної позики на проведення будівельно-монтажних робіт виробничо-складського корпусу ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика» в 2006

р. було здійснено випуск 350 процентних іменних облігацій номінальною вартістю 100 тис. грн. на загальну суму 35 млн. грн. з кінцевим терміном погашення у 2016 р. На початку 2007 р. було зареєстровано новий випуск процентних іменних облігацій в кількості 350 шт. номінальною вартістю 100 тис. грн. з кінцевим терміном погашення у 2017 р., процентна ставка по облігаціях становить 10%.

У 2003 р. ДП ПрАТ «ВО «Конті» «Конті-нвест» вдало розмістило корпоративні облігації номінальною вартістю 1000 грн. зі строком обігу 1092 дні, залучивши кошти загальним обсягом 30 млн. грн. Облігації були забезпечені публічною гарантією ПрАТ «ВО «Конті». Основною метою залучення та використання інвестицій стало розширення асортименту продукції, що випускається, збільшення сировинної бази, розвиток дистриб'юторської мережі і проведення низки маркетингових та рекламних заходів ПрАТ «ВО «Конті». У 2005 р. ПрАТ «ВО «Конті» залучило інвестиційних ресурсів на загальну суму 80 млн. грн. здійснивши емісію простих іменних облігацій обсягом 80 тис. шт. номінальною вартістю 1000 грн. кожна облігація. Термін погашення по облігаціях встановлено у 2008 р.

У жовтні 2008 р. ПрАТ «ВО «Конті» почало розміщення облігацій на загальну суму 200 млн. грн. номінальною вартістю 1000 грн. кожна облігація. Дохід по даних цінних паперах сплачувався щоквартально, починаючи з січня 2009 р. і закінчуючи жовтнем 2011 р. Залучені кошти інвестовано на купівлю сировини та матеріалів, у тому числі тари та упаковки для виробництва кондитерських виробів.

Отже, як свідчать наведені дані, випуск облігацій можуть дозволити собі не всі підприємства кондитерської промисловості. Таке становище пов'язано із значними витратами на публічний випуск, які складають щонайменше близько 15 тис. доларів США. Тому залучати кошти шляхом емісії облігацій доцільно в сумі не менше 1-2 млн. доларів США [145].

Крім того, негативно впливають обмеження, встановлені законодавством України [29; 118; 129; 173] щодо емісії облігацій, зокрема, обсяг випущених облігацій не повинен перевищувати розмір статутного капіталу підприємства, неможливість емісії облігацій збитковими підприємствами, виплата доходів по облігаціях проводиться тільки після сплати всіх обов'язкових зборів та платежів до бюджету тощо.

До публічного випуску облігацій вдаються, як правило, великі підприємства з метою залучення значних обсягів позикових коштів. Середні та малі підприємства переважно організовують так зване «приватне» розміщення облігацій, тобто випуск облігацій під певного покупця чи групу покупців, на умовах попередньої домовленості з ними щодо купівлі облігацій. В такому разі можна не вдаватися до послуг фінансового посередника, що значно скорочує витрати на розміщення емісії.

Дослідження зарубіжного досвіду дозволяє виділити декілька важливих особливостей функціонування ринку корпоративних облігацій, зокрема, корпоративні облігації, як правило, забезпечують залучення капіталу на тривалий період. Як правило, довгострокові позики, що розміщуються на ринку цінних паперів, проте останнім часом намітилася тенденція до скорочення термінів їх обертання (з 25-30 років до 5-10 років), що пов'язано, з одного боку, з прискоренням впровадження найновітніших науково-технічних розробок, широким використанням механізму прискореної амортизації тощо, а з іншого – з намаганнями інвесторів вкладати свої кошти в цінні папери з більш короткими термінами погашення, зменшуючи тим самим інвестиційні ризики. За висновками експертів, на сьогодні оптимальний розмір емісії має становити 10-15% річного обороту підприємства, а термін дії позики не повинен перевищувати 1-2 роки.

Виходячи з обсягів власних та позикових джерел інвестиційної діяльності підприємств кондитерської промисловості розглянемо структуру джерел фінансування інвестиційної діяльності кожного підприємства (табл. 2.11).

Таким чином, із розрахованих у табл. 2.11 даних, можна зробити висновок про достатність обсягів власних інвестиційних ресурсів на більшості підприємств кондитерської промисловості, зокрема, на ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Мукачево, ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Дніпропетровськ, ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Донецьк, ПАТ «Харківська бісквітна фабрика», ПАТ «Кондитерська фабрика «Харків'янка», ПАТ «Запорізька кондитерська фабрика», ПАТ «Полтавакондитер», ПАТ Львівська кондитерська фірма «Світоч», ПАТ Чернігівська кондитерська фабрика «Стріла», ПАТ «Тернопільська кондитерська фабрика».

Таблиця 2.11

**Структура джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств кондитерської
промисловості**

Підприємство	2002 р.		2003 р.		2004 р.		2005 р.		2006 р.		2007 р.		2008 р.		2009 р.		2010 р.		2011 р.		2012 р.	
	Власний капітал, %	Позиковий капітал, %	Власний капітал, %	Позиковий капітал, %	Власний капітал, %	Позиковий капітал, %	Власний капітал, %	Позиковий капітал, %	Власний капітал, %	Позиковий капітал, %	Власний капітал, %	Позиковий капітал, %	Власний капітал, %	Позиковий капітал, %	Власний капітал, %	Позиковий капітал, %	Власний капітал, %	Позиковий капітал, %	Власний капітал, %	Позиковий капітал, %	Власний капітал, %	Позиковий капітал, %
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
ПАТ «Київська кондитерська фабрика «Рошен»	52	48	53	47	48	52	37	63	23	77	15	85	15	85	37	63	34	66	33	67	39	61
ПАТ «Кременчуцька кондитерська фабрика «Рошен»	26	74	16	84	12	88	9	91	9	91	7	93	9	91	8	92	10	90	33	67	41	59
ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика»	43	57	31	69	37	63	27	73	16	84	15	85	25	75	18	82	33	67	46	54	30	70
ПАТ «Маріупольська кондитерська фабрика «Рошен»	89	11	70	30	69	31	59	41	52	48	51	49	69	31	65	35	42	58	51	49	47	53

Продовження табл. 2.11

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Мукачево	48	52	44	56	45	55	37	63	49	51	25	75	69	31	53	47	59	41	77	23	75	25
ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Дніпропетровськ	77	23	72	28	66	34	84	16	80	20	61	39	69	31	63	37	63	37	67	33	64	36
ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Донецьк	94	6	95	5	95	5	89	11	90	10	84	16	65	35	66	34	55	45	47	53	57	43
ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Луганськ	54	46	45	55	39	61	23	77	26	74	26	74	56	44	50	50	55	45	54	46	46	54
ПрАТ «ВО «Конті»	20	80	22	78	43	57	27	73	24	76	19	81	19	81	31	69	38	62	37	63	42	58
ПАТ «Харківська бісквітна фабрика»	73	27	73	27	78	22	75	25	76	24	77	23	78	22	79	21	81	19	86	14	85	15
ПАТ «Кондитерська фабрика «Харків'янка»	41	59	35	65	35	65	22	78	67	33	71	29	45	55	61	39	70	30	69	31	62	38
ПАТ «Запорізька кондитерська фабрика»	66	34	52	48	60	40	61	39	69	31	64	36	66	34	66	34	34	66	18	82	49	51
ПАТ «Полтавакондитер»	77	23	80	20	80	20	82	18	78	22	74	26	78	22	81	19	75	25	74	26	79	21
ПАТ «Рівненська кондитерська фабрика»	75	25	40	60	26	74	20	80	22	78	17	83	15	85	7	93	20	80	24	76	30	70

Закінчення табл. 2.11

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
ПАТ Львівська кондитерська фірма «Світоч»	70	30	48	52	49	51	52	48	79	21	78	22	92	8	93	7	90	10	78	22	80	20
ПАТ Чернігівська кондитерська фабрика «Стріла»	27	73	37	63	46	54	50	50	48	52	46	54	85	15	80	20	77	23	70	30	62	38
ПАТ «Тернопільська кондитерська фабрика»	83	17	74	26	68	32	68	32	68	32	48	52	65	35	63	37	79	21	84	16	75	25
ПАТ ВТКФ «Ласощі»	29	71	29	71	14	86	14	86	49	51	51	49	68	32	61	39	60	40	55	45	34	66

*Розраховано за даними Форми №1 «Баланс» зазначених підприємств за відповідні звітні періоди

Зазначені підприємства роблять ставку на використання власного капіталу, що дозволяє їм в значно менших обсягах залучати позикові інвестиційні ресурси, а отже, і в меншому ступені бути залежними від кредиторів, що значно знижує ступінь фінансового ризику.

Разом із тим, такі підприємства, як ПАТ «Київська кондитерська фабрика «Рошен», ПАТ «Кременчуцька кондитерська фабрика «Рошен», ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика», ПАТ «Маріупольська кондитерська фабрика «Рошен», ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Луганськ, ПрАТ «ВО «Конті», ПАТ «Рівненська кондитерська фабрика», ПАТ ВТКФ «Ласощі» мають значні обсяги запозичених інвестиційних ресурсів порівняно з власними, що робить їх досить вразливим до змін зовнішнього середовища.

В умовах недостатності внутрішніх ресурсів вагомим значення набуває залучення іноземного капіталу. Саме іноземний капітал виступає каталізатором інвестиційної активності та відіграє значну роль у розвитку і структурній перебудові економіки. Кондитерська промисловість протягом тривалого періоду залишається вагомим реципієнтом іноземних інвестицій (рис. 2.4).

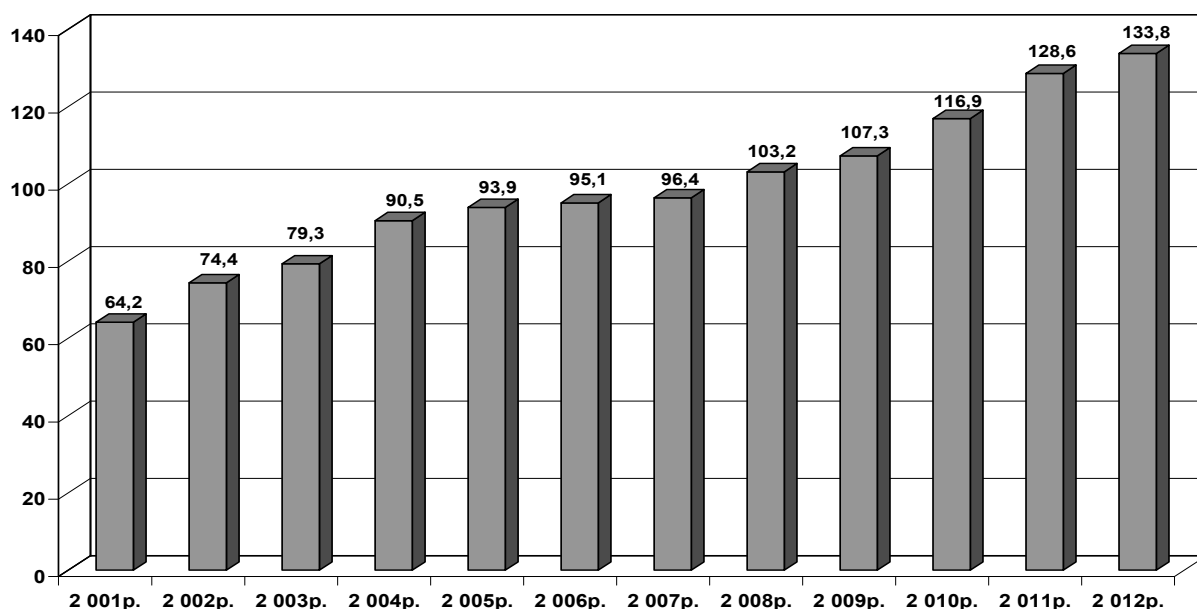


Рис. 2.4. Обсяг прямих іноземних інвестицій у кондитерську промисловість України, млн. доларів США

*Складено за даними Державної служби статистики України [159; 160; 211]

Так, за даними Державної служби статистики України, обсяги прямих іноземних інвестицій у кондитерську промисловість у 2012 р.

збільшилися 2 рази (або на 69,6 млн. доларів США) порівняно з 2001 р. Основний обсяг іноземних інвестицій був спрямований у виробництво шоколаду та какао-продуктів.

Найбільшими інвесторами у розвиток кондитерської промисловості України були Сполучені Штати Америки, Кіпр, Великобританія та Швейцарія.

Процес приватизації кондитерської промисловості України створив сприятливий клімат для залучення іноземних інвестицій. Сьогодні на ринку присутні декілька потужних світових концернів – Nestle (ПАТ Львівська кондитерська фірма «Світоч»), Kraft Foods (ПАТ «Крафт Фудз Україна»), Western NIS Enterprise Fund (ПАТ «А.В.К.»), Sigma Bleyzer (ПАТ «Полтавакондитер»), Trilini International (ПАТ «Кондитерська фабрика «Харків'янка»), Кобиско Юніон (ТДВ «Житомирські ласощі» (ТДВ «ЖЛ»)), Wawel S.A. (ПАТ ВТКФ «Ласощі»).

Так, у 1998 році [84; 165; 209] швейцарська компанія Nestle придбала львівську фабрику «Світоч», розгорнувши інвестиційний проект вартістю 51 млн. доларів США, з яких швейцарський інвестор вніс 41 млн. доларів США. В 2004 році компанія Nestle інвестувала у «Світоч» близько 26 млн. грн. У 2007 р. інвестовано в підприємство 39,2 млн. грн. Кошти спрямовані на закупівлю нового обладнання, а також модернізацію існуючого. Станом на кінець 2012 рік загальна сума інвестицій у виробництво склала 235 млн. грн. У 2013 р. інвестиції в кондитерське виробництво склали близько 130 млн. грн. На фабриці встановлені нові лінії з виробництва батончиків LION та шоколадних цукерок, а також нове вдосконалене обладнання з фасування розчинної кави NESCAFE.

ПАТ «Крафт Фудз Україна» працює на ринку України з 1994 року. До складу компанії входять Тростянецька шоколадна фабрика «Україна» (ПАТ «Крафт Якобз Сушард Шоколадна фабрика «Україна»), у розвиток якої було інвестовано [210] близько 75 млн. доларів США, а з урахуванням маркетингових затрат сума інвестицій сягає 200 млн. доларів США. Для виробництва шоколаду у 2007 р. компанія «Крафт Фудз Україна» [87] інвестувала в нове обладнання Тростянецької кондитерської фабрики 540 тис. доларів США.

Компанія Western NIS Enterprise Fund, яка є потужним фондом прямого інвестування, сприяла успіху ПАТ «А.В.К.», надавши компанії понад 8 млн. доларів США для забезпечення її росту та здійснюючи пост-інвестиційну діяльність, спрямовану на підвищення

вартості компанії, що включає впровадження західних принципів корпоративного управління, інформаційної системи управління світового рівня, надання маркетингової підтримки та проведення численних тренінгів і семінарів.

ПАТ «Полтавакондитер» [210] загалом за участю фінансових інвестицій фонду «Sigma Bleyzer» (США) залучила близько 20 млн. доларів США.

У 2000 р. ТДВ «ЖЛ» залучили інвестиції іноземної компанії «Кобиско Юніон», що дало змогу встановити нові виробничі лінії по виробництву вафель та шоколадних цукерок.

У 2012 році на ТДВ «ЖЛ» встановлено нову лінію з виробництва інноваційного на ринку України продукту «Фадж» (європейський ірис) та інше обладнання. Здійснено ряд заходів із пошуку нових ринків збуту. Зокрема, отримано сертифікат «Халяль», що дозволяє експортувати продукцію до мусульманських країн. Влітку 2012 року відкрито торговий дім у м. Москва, який здійснює поставки продукції на всій території Російської Федерації. У грудні 2012 року підписаний договір з компанією в Новій Зеландії на поставку продукції ТДВ «ЖЛ».

У розвиток виробництва та збут планується у 2013 р. інвестувати 20 млн. євро, у тому числі 5 млн. євро – у оновлення обладнання. Закуплено нову лінію з виробництва цукерок вартістю 1 млн. євро. Близько 10 млн. євро спрямується на вдосконалення технології продажів.

У березні 2007 р. польська кондитерська фабрика Wawel S.A. придбала ПАТ ВТКФ «Ласощі» м. Івано-Франківськ [155], інвестувавши у неї близько 2 млн. доларів США. Wawel S.A. входить до складу потужної німецької корпорації Hosta International AG, яка має дочірні підприємства у Швейцарії і Іспанії. В планах польського інвестора – розширення виробничих потужностей, розвиток існуючих торговельних марок і виробництво продукції під власними брендами.

Отримані інвестиції дали змогу багатьом підприємствам кондитерської промисловості оновити устаткування, придбати нові сучасні лінії для виробництва й упакування продукції, придбати сировину. Внаслідок цього, а також завдяки активній маркетинговій політиці, українські кондитери не тільки завоювали вітчизняний ринок, витіснивши з нього польську й турецьку продукцію, але й зміцнили свої позиції на зарубіжних ринках.

РОЗДІЛ 3

УДОСКОНАЛЕННЯ ФОРМУВАННЯ СТРУКТУРИ ДЖЕРЕЛ ФІНАНСУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ НА ПІДПРИЄМСТВАХ КОНДИТЕРСЬКОЇ ПРОМИСЛОВОСТІ УКРАЇНИ

3.1. Удосконалення системи вибору та формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств

Активізація інвестиційної діяльності вітчизняних підприємств набуває особливого значення на сучасному етапі ринкових перетворень економіки України. Визначаючи масштаби, темпи зростання і рівень розвитку підприємства, вона сприяє макроекономічній стабілізації господарської системи суспільства і прискоренню її переходу на якісно новий ступінь розвитку.

Проведене дослідження формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств кондитерської промисловості показало, що на підприємствах відсутній чітко сформульований підхід, який поєднував би всі елементи такого процесу у єдине ціле. Такий стан характерний не лише для кондитерської промисловості, а й для більшості вітчизняних підприємств. Тому першочерговим завданням удосконалення формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств є розробка такого підходу та його наступне застосування на практиці.

В основу даного підходу мають бути покладені основні теоретичні положення, що впливають на процес формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств при врахуванні певних обмежень. Внаслідок його застосування підприємство зможе оптимізувати джерела фінансування інвестиційної діяльності, виходячи зі стратегічної мети і враховуючи при цьому вплив основних факторів внутрішнього і зовнішнього середовища.

На наш погляд, підхід повинен описувати формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності у загальному вигляді (співвідношення запозичених та власних коштів) і дозволяти підприємству обирати серед позикових джерел

фінансування найбільш раціональні (до власних джерел це не відноситься з причини меншої кількості варіантів).

Удосконалення системи формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності пов'язане з реалізацією наступних етапів.

1. Чітке формулювання стратегічних інвестиційних цілей підприємства і пов'язаних з ними цілей у сфері фінансування. Проблема низької якості стратегічних планів підприємства виходить за межі процесу формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності. Разом із тим, позитивні зміни у їх розробленні, безумовно здатні вплинути на покращання формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємства.

Підприємству, що бажає збільшити частку на ринку і реалізує з цією метою крупний інвестиційний проект, доцільно орієнтуватися на довгострокові джерела фінансування. У протилежному випадку воно стикнеться з необхідністю повернення залучених коштів до настання того періоду, коли інвестиційний проект, що реалізується, почне генерувати вільні грошові кошти. Тоді підприємству доведеться або знижувати темпи реалізації інвестиційного проекту (наприклад, шляхом скорочення величини оборотного капіталу і погашення за рахунок цього заборгованості), або використати механізми перехресного фінансування, спрямовуючи на погашення зобов'язань за короткостроковими інвестиційними ресурсами кошти, що залучені з інших джерел фінансування.

У використанні перехресного фінансування відсутні істотні негативні моменти, але в деяких випадках воно призводить до неефективного залучення інвестиційних ресурсів або підвищує ризик банкрутства. Неефективність полягає в тому, що підприємство, залучаючи інвестиційні ресурси для перехресного фінансування, як правило, не має достатньо часу для вибору джерела з найменшою ціною. В такому разі, намагаючись зберегти платоспроможність, керівництво підприємства залучає більш дороге джерело фінансування, що негативно відображається на прибутковості підприємства. Іншим аспектом потенційної неефективності за відсутності часу є залучення інвестиційних ресурсів із найгіршими умовами (наприклад, величина застави чи виникнення суміжних зобов'язань тощо).

Зростання ризику банкрутства проявляється в тому, що погодившись залучати інвестиційні ресурси на неоптимальних умовах підприємство не завжди здатне їх знайти. Тоді виникає ризик, що підприємство не зможе фінансувати у необхідному обсязі виплати за раніше залученими інвестиційними ресурсами і, відповідно, стане фінансово неспроможним.

2. Встановлення кількісного впливу факторів, що визначають структуру джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємства. В якості таких факторів виступають ціна різноманітних джерел фінансування інвестицій, величина витрат, особливості ринків, на яких працює підприємство, асиметричність інформації.

Всі ці фактори впливають на структуру джерел фінансування, проте величина впливу змінюється залежно від підприємства, галузі, структури власності тощо. Тому в рамках удосконалення формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємству необхідно виявити найбільш істотний фактор (групу факторів) й брати до уваги можливі наслідки зміни політики у сфері фінансування.

3. Дослідження поточного стану ринку капіталу і тенденцій його розвитку. Даний елемент системи формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємства є дуже важливим, оскільки при недостатньому розвитку вітчизняний ринок капіталу все ж є ринком, тобто існує конкуренція підприємств за отримання інвестиційних ресурсів на більш вигідних умовах.

Для того щоб конкурувати, підприємству необхідно визначати поточну кон'юнктуру ринку, а також перспективи його розвитку. Крім того, у сфері удосконалення системи формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності необхідно приділяти увагу співвідношенню ціни інвестицій із різних джерел, а також іншим умовам їх залучення (строки, застава, інші зобов'язання).

4. Виявлення активних обмежень на формування структури інвестиційних ресурсів чи на певні види таких ресурсів, а також ідентифікація факторів, що визначають дані обмеження.

Окрім зовнішніх факторів, що визначають формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності, існує низка обмежень, що також мають вплив на цей процес. Деякі з цих обмежень (загальні – законодавчі; галузеві, що пов'язані з технологічними процесами; галузеві, що висувуються органами регулювання) існують протягом життєвого циклу підприємства, інші

(часткові – виникають в процесі здійснення підприємством інвестиційної діяльності) залежать від якісних показників розвитку підприємства і можуть мати послаблений вплив або зникати зовсім по мірі досягнення ним певних етапів свого розвитку.

Для удосконалення формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності, підприємству важливо виявити всі активні обмеження, що впливають на цей процес. У такому випадку має місце ситуація, що аналогічна впливу зовнішніх факторів – підприємство повинно володіти інформацією щодо рівня їх впливу для адекватного прогнозування наслідків залучення певного джерела фінансування.

Стосовно часткових обмежень підприємству також важливо ідентифікувати фактор чи групу факторів, що відповідає за їх наявність. Це дозволить глибше зрозуміти формування структури джерел фінансування і виявити ті індикатори якісного розвитку підприємства, які необхідно удосконалювати.

5. Побудова системи заходів впливу на фактори, що відповідають за існування обмежень, активних для підприємства, з метою їх зняття.

Даний напрямок удосконалення формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств є прямим продовженням попереднього пункту. Після того як фактори, що визначають наявність часткового обмеження були ідентифіковані, підприємство починає впливати на них з метою забезпечення зняття даного обмеження. У випадку правильної ідентифікації факторів, підприємство зможе розробити план зміни кількісного (якісного) значення даного фактору і зняти часткове обмеження.

Причинами неможливості використання такого джерела фінансування як емісія облігацій, частіше за все є: недостатній розмір підприємства, що виражається у обсязі реалізації та відсутність публічної історії підприємства. Якщо підприємство прийняло рішення використати таке джерело фінансування інвестицій, то йому необхідно зняти обидва часткових обмеження, що визначаються переліченими факторами.

6. Вибір джерел фінансування інвестицій на основі обраного критерію оптимізації структури джерел фінансування інвестиційної діяльності і системи активних для певного підприємства обмежень.

Після того, як підприємство визначилося з факторами зовнішнього середовища і рівнем їх впливу на формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності, зі стратегічними

цілями, а також існуючими активними обмеженнями і факторами, що їх визначають, в межах подальшого удосконалення підходу, що розглядається, йому необхідно визначитися з вибором джерела фінансування. У випадку, якщо якесь джерело фінансування випадає із даного підходу, підприємство повинно мати чітко сформульовані критерії відносно того чи залучати кошти із даного джерела.

Це може бути характерно для ситуації прийняття рішення відносно величини дивідендів. Вочевидь, що таке рішення не може бути передбачено підходом формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності, оскільки підхід розробляється і впроваджується керівництвом підприємства, а рішення відносно величини дивідендів належить до компетенції загальних зборів акціонерів. При цьому, якщо в якості найкращої практики корпоративного управління підприємство має чітко сформульовану дивідендну політику, то це позитивно відобразиться на процесі формування структури джерел інвестування, оскільки менеджмент при прийнятті рішень у сфері фінансування буде ґрунтуватися на положеннях даного підходу.

7. Збільшення ступеня прозорості бізнесу і побудова ефективних взаємовідносин з інвесторами.

Останнім часом як підприємства, так і держава реалізують широкий спектр заходів, спрямованих на збільшення інформаційної відкритості вітчизняної економіки. На рівні підприємств такого роду заходами є: публікація звітності, часткове розкриття інформації про власників, взаємовідносини з дочірніми компаніями і пов'язаними сторонами, висвітлення стратегії розвитку підприємства тощо. Держава, зі свого боку, забезпечує законодавче закріплення необхідного опублікування звітності, вводить практику ведення управлінського обліку паралельно з податковим тощо.

Разом із тим, не дивлячись на ці позитивні зміни, ступінь відкритості вітчизняного бізнесу залишається на досить низькому рівні. Внаслідок цього збільшення прозорості бізнесу і побудова системи інформування постачальників інвестиційних ресурсів щодо стратегії розвитку підприємства, причин тих чи інших рішень у різних сферах його діяльності, включаючи вибір джерел фінансування, може позитивно відобразитися на бажанні інвесторів працювати із даним підприємством. Таким чином підприємство отримає можливість вибору з більш широкого кола доступних

інвестиційних ресурсів, що позитивно вплине на ефективність формування структури джерел фінансування інвестицій.

З точки зору впливу на процес формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності в подальшому управлінні недостатня відкритість проявляється у відсутності інформації, яка може бути необхідною потенційним інвесторам для прийняття правильних рішень й для адекватного трактування дій керівництва підприємства. Перший із вказаних аспектів є загальновизнаним і достатньо очевидним, в той час як другий потребує додаткових роз'яснень. Якщо підприємство вирішує залучити додаткові позикові кошти у вигляді кредитів банків на реалізацію інвестиційного проекту, то це, особливо у випадку незадовільної структури капіталу, також може бути сприйнято як негативний сигнал.

Таким чином, якщо рішення підприємства відносно зміни комбінації джерел фінансування інвестиційної діяльності, що використовуються, можуть трактуватися неоднозначно, що можливо в умовах недостатньої прозорості бізнесу, то його керівництву необхідно впевнитися у правильному розумінні зацікавленими сторонами подібних рішень. Інакше ті вигоди, які підприємство намагається отримати в результаті даних рішень, можуть бути меншими, ніж наслідки негативної реакції ринків капіталу на такого роду рішення.

8. Постійний аналіз можливостей та загроз, що виникають на кожному з вищеописаних етапів формування структури джерел фінансування інвестицій в межах існуючих обмежень.

Внаслідок постійних змін зовнішнього середовища змінюється ступінь впливу зовнішніх факторів і їх пріоритетність для підприємства, стратегічні цілі самого підприємства або цілі у галузі формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності. Ще більшою мінливістю характеризується кон'юнктура ринків капіталу, часткові обмеження на структуру джерел інвестування, а також, фактори, що їх визначають. З цієї причини підприємство повинно брати до уваги зміни, що відбуваються і у випадку їх істотності, модернізувати підходи щодо процесу формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності.

Так, у середині 90-х років внаслідок недостатнього розвитку рівня корпоративного управління підприємства практично не здійснювали ніяких взаємовідносин зі своїми акціонерами,

включаючи неефективність дивідендної політики (нульові або незначні дивіденди).

На сучасному етапі залучення додаткового акціонерного капіталу шляхом публічного розміщення акцій або емісії акцій під певного інвестора стає реальним інструментом фінансування, тому підприємства починають будувати систематичні відносини з інвесторами, нараховувати і сплачувати високі дивіденди. Ті підприємства, які пропустили момент зміни тенденції і почали займатися цим значно пізніше, дещо програли у конкурентній боротьбі за інвестиційні ресурси.

Підприємство, формуючи структуру джерел інвестування, будує її виходячи з власних цілей чи критеріїв оптимізації (у випадку, якщо ціль у вигляді досягнення оптимальної структури джерел фінансування інвестицій вже сформульована). Таких цілей може бути декілька і тоді комбінація інвестиційних ресурсів, що використовуються, буде визначатися комбінацією цих цілей. Відзначимо, що деякі цілі, встановлені підприємством, не мають на меті досягнення цільової (оптимальної) структури джерел фінансування інвестиційної діяльності. Такими цілями можуть бути, зокрема, зростання доходів власників від участі їх капіталу у підприємстві, збереження контролю над підприємством тощо.

В ситуації, коли власники не визначили пріоритет оптимальної структури джерел фінансування інвестицій, сконцентрувалися на інших цілях, можливість встановлювати цільову структуру джерел фінансування інвестиційної діяльності має керівництво підприємства. Тоді керівництво зацікавлене у залученні як можна більшого обсягу інвестиційних ресурсів за привабливою ціною, що забезпечить подальший розвиток підприємства максимальними темпами при збереженні визначеного рівня прибутковості.

У початковий момент часу підприємство функціонує тільки за рахунок власних інвестиційних ресурсів, тобто частка позикових коштів дорівнює нулю. Керівництво, діючи на підставі обраного цільового орієнтиру, починає акумулювати позикові кошти з метою забезпечення розвитку підприємства. Залучення позикового капіталу буде здійснюватися доти, доки рентабельність діяльності підприємства дозволить фінансувати відсоткові платежі за позиковими ресурсами.

По мірі зростання кількості позикових ресурсів підприємство стикнеться із зростанням їх ціни, а також із зростанням ціни на

власний капітал, оскільки, відповідно до теорії витрат, пов'язаної з можливим банкрутством, ризик банкрутства зростатиме. Це призведе наближення середньозваженої вартості капіталу до рентабельності, що робить наступне зростання обсягу інвестиційних ресурсів менш привабливим. При досягненні певної мінімальної різниці, залучення позикових ресурсів припиниться, тому що, з одного боку, підприємству не вигідно використовувати додаткові позикові кошти з причини зростання їх ціни, а з іншого боку – в певний момент власники позикових коштів можуть відмовитися від їх надання підприємству. Якщо, на думку інвестора, надання ним необхідного обсягу позикового капіталу значно погіршить стан підприємства, а, відповідно, негативно вплине й на доходи інвестора, то він відмовиться від фінансування.

Таким чином, у підприємства відсутня необхідність постійно здійснювати моніторинг поточної структури капіталу. Все, що йому необхідно здійснювати – намагатися залучити додатковий позиковий капітал. Якщо це вдається (при умові, що підприємство є прибутковим і залишається таким після залучення додаткового обсягу позикових ресурсів), то зростання частки позикового фінансування здатне збільшити вартість підприємства. Як тільки підприємство стикається з проблемами, це означає, що воно фактично вичерпало резерв і наблизилося до максимального значення частки позикових коштів на даному етапі свого розвитку. При цьому витрати на моніторинг поточної ситуації підприємство ділить з потенційними інвесторами, оскільки останні, у відповідь на запит підприємства відносно додаткового обсягу інвестиційних ресурсів проводять аналіз поточного стану підприємства.

Для подальшого розширення власної діяльності підприємству необхідно збільшити величину власного капіталу, що може бути здійснено або за рахунок накопичення нерозподіленого прибутку, або за рахунок залучення додаткових інвестиційних ресурсів власників. Притік власного капіталу призводить до зниження частки позичених інвестиційних ресурсів і збільшує тим самим фінансову незалежність підприємства. Зростання фінансової незалежності підприємства забезпечує притік додаткових позикових коштів і цикл повторюється знову. Основні етапи такого циклу мають вигляд:

1. Підприємство залучає додаткові позикові кошти доти, доки це є прибутковим (з врахуванням відсоткових виплат) і поки існує така можливість. Прибутковість при цьому визначається як перевищення

прибутку до вирахування відсотків та податків (Earning Before Interest and Taxes – EBIT) над сумою відсоткових платежів. Якщо EBIT більше відсоткових платежів, то підприємству вигідно й надалі здійснювати свій розвиток за рахунок запозичених інвестиційних ресурсів. Якщо менше, то воно понесе збитки і залучення додаткових позикових коштів буде неефективним.

Можливість залучати додаткові позикові інвестиційні ресурси означає бажання постачальників таких ресурсів співпрацювати з підприємством. Наявність такого бажання свідчить про те, що ринок оцінює поточну структуру джерел фінансування інвестиційної діяльності як збалансовану і вважає, що зміни після надання додаткових позикових коштів не погіршують діяльність підприємства. Крім того, під можливістю залучати додаткові позикові ресурси слід розуміти згоду власників підприємства на збільшення його боргів і на перерозподіл частини прибутку на користь власників позичених ресурсів.

Оскільки зростання частки позикового фінансування призводить до зростання ризику банкрутства підприємства і, відповідно, зростання ризику, що пов'язаний із вкладенням у підприємство для його власників, то, вочевидь, що необхідна їм доходність буде зростати, а при досягненні певного рівня боргового навантаження власники взагалі відмовляться санкціонувати її подальше зростання. Існування такого роду механізму дозволяє підприємству відмовитися від позик, які можуть призвести до здійснення неефективної інвестиційної діяльності, навіть не дивлячись на те, що воно не проводить постійний моніторинг даного процесу.

2. Після досягнення порогу, коли підприємство вже не в змозі залучати інвестиційні ресурси за прийнятною ціною, що свідчить про перевантаженість підприємства боргами (порівняно з величиною власного капіталу), йому необхідно збільшувати суму власного капіталу. Його приріст має бути таким, щоб покращити стан підприємства і повернути тим самим вартість позичених ресурсів, що йому пропонуються, на попередній рівень.

3. Надалі підприємство знову має можливість розвиватися за рахунок залучених ресурсів, поки не стикнеться із зростаючою, а, врешті-решт, і з занадто високою ціною залучених ресурсів.

Наведена схема передбачає, що підприємство переходить до наступного етапу лише тоді, коли вичерпані можливості попереднього етапу. У більшості випадків підприємство не

намагається набрати занадто багато боргів, істотно збільшуючи тим самим їх вартість, з декількох причин. По-перше, зростання вартості залучених ресурсів і збільшення платежів за їх використання негативно відобразиться на діяльності підприємства в цілому. Даний факт зробить емісію нових акцій менш ефективною, оскільки перевантаженість боргами разом з високими відсотковими платежами знизять привабливість акцій підприємства з точки зору інвесторів. По-друге, використавши весь можливий обсяг залучених ресурсів, підприємство ризикує опинитися у ситуації фінансового голодування у випадку, якщо йому знадобляться додаткові ресурси для реалізації нових інвестиційних можливостей.

Саме з цих причин підприємство намагається не допустити істотного приросту ціни залучених ресурсів і переходить на стадію збільшення власного капіталу, не очікуючи, коли загальна сума платежів за використання залучених інвестиційних ресурсів наблизиться до розміру прибутку до вирахування відсотків та податків.

Оскільки при кожному новому циклі підприємство виходить на більш високий рівень розвитку, то гранична частка залучених інвестиційних ресурсів у загальному обсязі ресурсів, при досягненні якої зростання величини залучених ресурсів припиняється, кожний раз вище за попередній.

Якщо цільова структура джерел фінансування інвестицій визначена, то такого роду цикли повторюються до моменту її досягнення. У випадку, коли власники підприємства не сформулювали оптимального співвідношення джерел фінансування інвестицій і менеджери намагаються максимізувати обсяг інвестиційних ресурсів у власному розпорядженні, або коли цільова структура недосяжна, повтор циклів відбувається доти, доки через деяку їх кількість підприємство не стикнеться з додатковими (загальними) обмеженнями, що висуваються ринком. Ці обмеження свідчать про те, що, на думку великої кількості різноманітних інвесторів, підприємство наблизилося до межі, після якої ефективність залучення інвестиційних ресурсів знижується.

Підприємство стикається з реакцією ринку, який своїми діями показує, що подальше зростання частки залучених інвестиційних ресурсів неможливе, оскільки вигоди, які отримає від цього підприємство, не зможуть перевищити витрати, що пов'язані із використанням позичених коштів. Існування межі втілює наявність

загальних обмежень, які визначаються всіма видами витрат, що пов'язані із позиковим фінансуванням – агентські витрати, витрати, пов'язані із загрозою неплатоспроможності, витрати, пов'язані з наявністю специфічних ресурсів, функціонуванням на специфічних ринках тощо.

Так, підприємство наближається до того максимального співвідношення позикових та власних ресурсів, перевищення якого, з точки зору власників інвестиційних ресурсів, потягне за собою зростання фінансової залежності. В подальшому йому для досягнення обраного цільового значення структури джерел фінансування інвестиційної діяльності (якщо структура визначається власником) або для залучення як можна більшого обсягу інвестиційних ресурсів за прийнятною ціною (якщо власник сконцентрувався на інших цілях) необхідно зберігати приблизно однакову пропорцію додатково залучених власних та позикових ресурсів.

Такий підхід ґрунтується на теорії впорядкованого перебору [19; 199; 200], запропонованої С. Майерсом та Н. Майджлуфом. Основні положення цієї теорії полягають у наступному: 1) підприємства віддають переваги внутрішнім джерелам фінансування інвестиційної діяльності; 2) підприємства встановлюють плановий коефіцієнт дивідендних виплат у співвідношенні з інвестиційними можливостями і намагаються уникати неочікуваних змін розміру дивідендів; 3) стабільна дивідендна політика у поєднанні з непередбачуваними коливаннями коефіцієнтів рентабельності та інвестиційних можливостей означає, що грошові потоки, що отримують із власних джерел, іноді перевищують обсяг капітальних вкладень, а іноді ні. Якщо грошові потоки перевищують обсяг інвестицій, то підприємства погашають борги або інвестують кошти у високоліквідні цінні папери. Якщо ні, то підприємства, в першу чергу, витрачають залишки грошових коштів або продають власні високоліквідні цінні папери; 4) якщо необхідне зовнішнє фінансування, то підприємство спочатку здійснює емісію найбільш надійних цінних паперів (з фіксованою винагородою), тобто починають з випуску облігацій, потім емітують такі цінні папери як конвертовані облігації, і у крайньому випадку – акції.

Тобто, при виникненні потреби у інвестиційних ресурсах, підприємство спочатку використовує внутрішні джерела, а потім емітує боргові цінні папери, і тільки після цього – пайові.

Найбільш важливий висновок полягає у тому, що керівництво підприємства намагається не долучатися до емісії акцій, що можна пояснити намаганням йти шляхом найменшого протистояння, вдаючись до найменш трудомістких джерел фінансування інвестиційної діяльності. Наступним поясненням може бути небажання знизити вартість акцій (що може відбутися після оголошення додаткової емісії акцій) власників і керівництва підприємства.

Теорія пояснює, чому найбільш рентабельні підприємства можуть залучати менше позикових коштів. Їх внутрішнього грошового потоку вистачає для фінансування інвестиційних потреб і, відповідно, зовнішнє фінансування не потрібне.

Головні відмінності авторського підходу від даної теорії полягають у врахуванні наявних обмежень, що виникають у процесі інвестиційної діяльності підприємства, та граничного значення частки позикового фінансування. Запропонований підхід являє собою процес, що складається з декількох етапів.

Довгострокова динаміка інвестиційного розвитку підприємства передбачає постановку і досягнення певних цілей. Стратегічні цілі інвестиційної діяльності підприємства [10, с. 393] являють собою описані у формалізованому вигляді бажані параметри його кінцевої стратегічної інвестиційної позиції, що дозволяють спрямовувати цю діяльність у довгостроковій перспективі й оцінювати її результати.

Пошук найбільш ефективних шляхів реалізації стратегічних цілей інвестиційної діяльності здійснюється через розроблення стратегічних напрямків інвестиційної діяльності у тісному взаємозв'язку зі стратегією формування джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємства. Саме етап формування джерел фінансування інвестицій є найбільш важливим і складним. Схематично процес вибору та формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності зображено на рис. 3.1.

Реалізація етапу розробки стратегії формування джерел фінансування інвестицій починається із формування переліку можливих джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємства. Наступним кроком є аналіз дії загальних та часткових обмежень на кожне джерело фінансування інвестиційної діяльності підприємства, що дає змогу підприємству визначити можливість залучення лише таких додаткових ресурсів, які дорожчі середньоринкових, і, відповідно, перевищують доходність

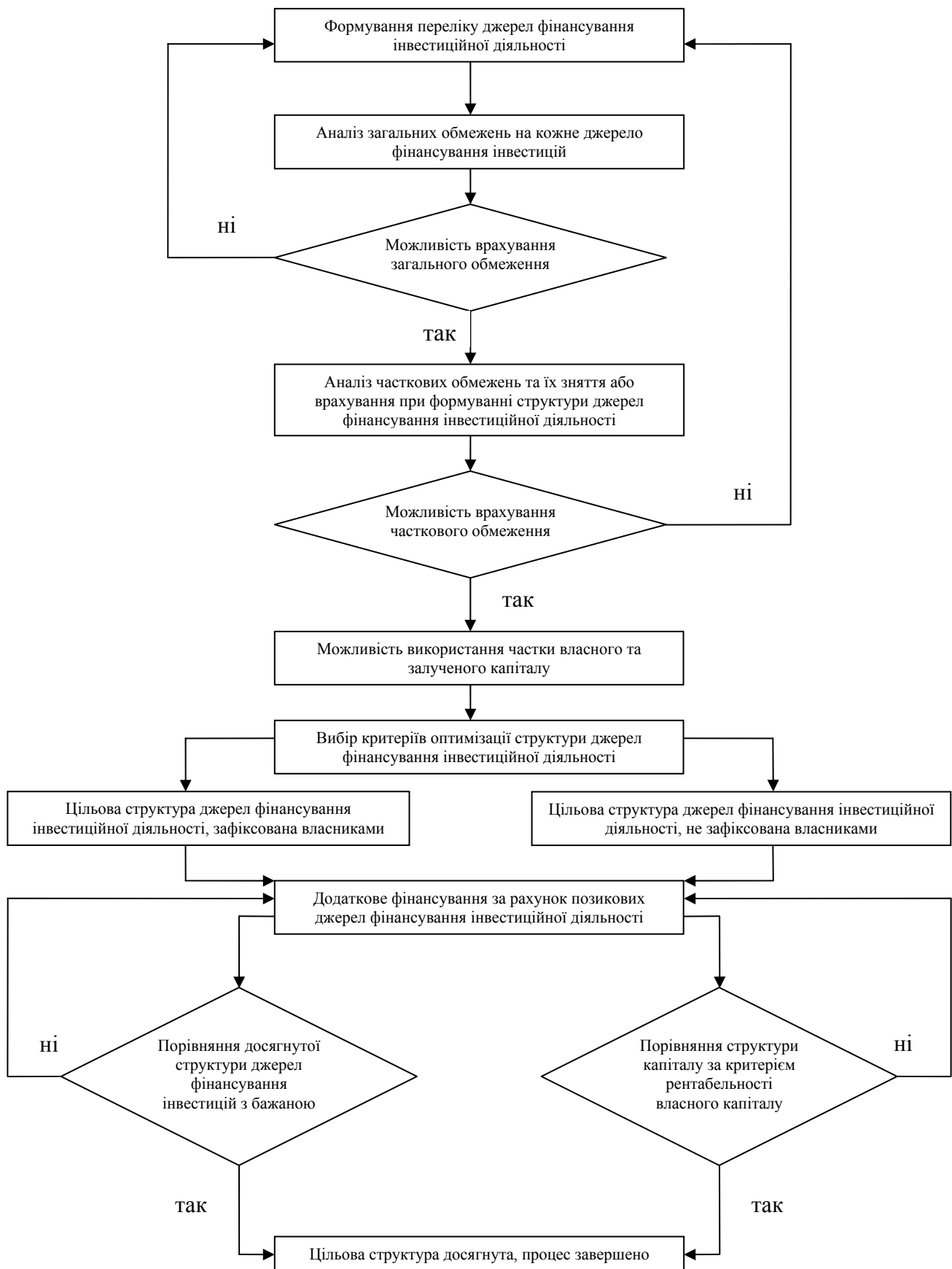


Рис. 3.1. Схема формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємства

*розроблено авторами

інвестиційних проектів підприємства, після чого його частка досягає певного рівня. Частка позикових джерел інвестування може бути охарактеризована як максимальна для підприємства і такою, яка на даний момент нижча за максимально можливу.

Важливим є те, що дія обмежень розповсюджується як на позикові ресурси, так і на власний капітал. Стосовно власного капіталу дія часткових обмежень полягає у тому, що величина власних ресурсів підприємства розглядається як гранична сума, яку воно може інвестувати на даному етапі його розвитку.

Створивши певну позитивну історію розвитку, підприємство стає більш інвестиційно привабливим, що викликає бажання інвесторів вкладати в нього додаткові ресурси. Підприємство матеріалізує такого роду бажання, перш за все, через збільшення власного капіталу (за рахунок емісії нових акцій), що підвищує платоспроможність підприємства і дозволяє залучати додаткові позикові інвестиційні ресурси. Це викликає подальше збільшення частки позикового фінансування, причому на цей раз гранична межа її рівня буде знаходитися вище.

В якості альтернативи підприємство може не залучати додатковий власний капітал, а замість цього здійснювати фінансування інвестиційного розвитку за рахунок позикових ресурсів. Проте, в цьому випадку перевантаження позиковими ресурсами настане раніше, ніж у випадку попереднього збільшення власних коштів, а отже, підприємству спочатку вигідніше залучити капітал власників, а тільки потім вдатися до позикового фінансування.

У випадку вибору цільової структури джерел фінансування інвестицій підприємство, що знаходиться нижче фундаментального обмеження, сформує таке співвідношення власних і позикових коштів, яке дозволить наблизитися до обраної мети. При цьому підприємству доведеться стикнутися із загальними та частковими обмеженнями і подолати їх, використовуючи раніше описаний підхід. Якщо обрана цільова структура у найбільш агрегованому вигляді перевищує дані обмеження, це означає недосяжність її на практиці. В такому випадку цільова структура повинна бути переглянута, оскільки підприємство не зможе досягти її стикнувшись з такими обмеженнями.

Дотримуючись даного підходу, підприємство, незалежно від того, сформулювали власники або акціонери цілі в сфері

співвідношення джерел фінансування чи ні, має можливість сформувати оптимальну для себе структуру джерел фінансування інвестиційної діяльності на самому високому рівні агрегації, тобто буде визначено глобальне співвідношення власного капіталу і позикових коштів. І, якщо з власним капіталом, в силу високого ступеня однорідності його структури, труднощів у підприємства не виникає, то позикові кошти є найменш однорідними і вимагають додаткової уваги.

Отже, в основі даного підходу закладені основні теоретичні погляди сучасної економічної школи, що робить його актуальним і дозволяє враховувати фактори зовнішнього середовища, що впливають на процес формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємства, а також брати до уваги цілі підприємства у сфері фінансування і наявності різноманітних обмежень. При цьому він достатньо простий у використанні і дозволяє із залученням відносно невеликого обсягу необхідної інформації приймати обґрунтовані рішення у сфері фінансування інвестиційної діяльності.

3.2. Застосування теорії прийняття рішень при виборі джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств

Негативний вплив на стан фінансування інвестиційної діяльності підприємств мають ризики прийняття невірних рішень. Так, в умовах обмеженості джерел інвестування, підприємство стикається із задачею вибору найкращої альтернативи, яка оцінюється за достатньо великим переліком кількісних і якісних критеріїв.

Для розв'язку такого роду задач доцільно використовувати методи теорії прийняття рішень. При цьому задача зведеться до прийняття рішень в умовах невизначеності та визначеності [76, с. 55–56], тобто до багатокритеріального вибору.

У багатокритеріальних задачах [76, с. 55] має місце цільова невизначеність, яка має дві особливості. По-перше, задача має новий або унікальний характер, тобто відсутні статистичні дані, що дозволяють обґрунтувати співвідношення між різними показниками. І по-друге, на момент прийняття рішення відсутня інформація, що дозволяє об'єктивно оцінювати можливі наслідки кожної альтернативи. Отже, оцінка і прийняття рішень за багатьма

показниками є суб'єктивними і повністю залежать від системи переваг особи, що приймає рішення (ОПР).

У багатокритеріальних задачах головна увага приділяється не розробці ефективних обчислювальних алгоритмів пошуку рішення, а виробленню вирішального правила або критерію вибору, що дозволяє встановити розумний компроміс між значеннями всіх часткових показників.

Багатокритеріальну модель задачі прийняття рішень [6, с. 21–25] можна представити у наступному вигляді:

$$\langle t, S, K, X, f, P, r \rangle,$$

де t – постановка (тип) задачі прийняття рішення;

S – множина допустимих варіантів рішень;

K – множина критеріїв оцінки рішень;

X – множина шкал оцінювання;

f – відображення множини допустимих рішень у безлічі векторних оцінок;

P – система переваг особи, що приймає рішення;

r – вирішальне правило.

Постановка (тип) задачі (t) відповідає цілям особи, що приймає рішення. Залежно від змістовної постановки задачі може знадобитися, наприклад, знайти найбільш привабливе рішення, або лінійно впорядкувати множину допустимих рішень.

Множина S являє собою сукупність рішень, що задовольняють в кожній задачі певні обмеження і розглядаються як можливі способи досягнення поставленої цілі. Елементи множини S називаються також допустимими рішеннями, варіантами рішень, стратегіями, діями, альтернативами, об'єктами, варіантами тощо. Кожне рішення приводить до певного результату, наслідки якого оцінюються за критеріями $K_1, K_2, \dots, K_m$.

Критеріями будемо називати такі показники, які визнаються ОПР важливими стосовно постановленої цілі, є загальними для всіх допустимих рішень і характеризують загальну цінність рішення таким чином, що ОПР намагаються отримати за ними найбільш прийнятні оцінки.

Для кожного критерію задається або будується шкала, що являє собою множину оцінок з відношенням досконалого порядку. Шкали $X_1, X_2, \dots, X_m$, що утворюють множину X , можуть бути [76, с. 25–27] номінальними, порядковими та метричними (абсолютні шкали,

шкали відношень, інтервальні шкали). Множина X може містити шкали різних типів.

В теорії прийняття рішень передбачається, що кожна ОПР має деяку систему переваг, із якої вона виходить при здійсненні вибору. В межах багатокритеріальної моделі система переваг описується сукупністю деякої множини P з відношеннями переваг (наприклад, безліч критеріїв, допустимих рішень певного виду та інших об'єктів, отриманих на основі елементів моделі).

Вирішальне правило являє собою аналітичний вираз, алгоритм або словесне формулювання, що дозволяють задати на множині векторних оцінок відношення переваг, які є порядком. У якості вирішального правила можуть бути розглянуті наступні методи [63, с. 67–104]: метод багатокритеріальної теорії корисності (MAUT), метод аналітичної ієрархії (АНР), метод «ELECTRE» тощо. Вирішальне правило має приводити до такого впорядкування множини допустимих рішень, яке відповідає змістовній постановці задачі і узгоджується з прийнятими у моделі припущеннями і системою переваг ОПР.

Побудова моделей багатокритеріальних задач прийняття рішень є складною процедурою, що складається із формалізованих та неформалізованих етапів.

Для розв'язку задачі вибору найкращого джерела фінансування інвестиційної діяльності пропонується наступна послідовність етапів:

1. Формування можливих варіантів джерел фінансування інвестиційної діяльності.

2. Формування системи критеріїв (можливо у формі ієрархії) для оцінки варіантів джерел фінансування інвестицій.

3. Визначення коефіцієнтів відносної важливості (ваги) кожного обраного критерію. Встановлюється, наскільки повно кожний з критеріїв відображає переваги ОПР.

4. Оцінка варіантів джерел фінансування інвестицій у відповідності з критеріями.

У якості методів визначення коефіцієнтів відносної важливості критеріїв вибору джерел фінансування інвестицій можна використати ранжування, бальні оцінки, безпосередню числову оцінку, метод парних порівнянь.

5. Побудова узгоджених кількісних шкал для кожного із критеріїв дозволяє перейти від різних форм їх вигляду (кількісної, якісної), одиниць виміру і напряду впливу на переваги ОПР, до

єдиної шкали, що вимірюється в інтервалі від 0 до 1. Основне призначення даного етапу – це, по-перше, приведення вихідних даних до співставного вигляду, а по-друге, врахування особливостей визначення переваг (вирішальних правил) варіантів вибору по кожному з критеріїв.

Для побудови такого роду шкал, що являють собою функцію корисності (інтервальну або неперервну) і ставлять у відповідність будь-якому значенню критерію у кількісній або якісній формі числову оцінку за єдиною шкалою, використовуються методи «ділення пополам», лінійної інтерполяції, а також побудова функції корисності на основі процедур експертного оцінювання чи використання типових функцій корисності.

Найбільш розповсюдженим методом побудови узгодженої шкали для окремого критерію чи функції корисності є процедура лінійної інтерполяції [61], сутність якої полягає у наступному.

Варіанту зі значенням критерію, яке є найменш прийнятним (X_0) присвоюється 0: $Y_0(X_0) = 0$, відповідно варіанту з найбільш прийнятним (X_1) присвоюється 1: $Y_1(X_1) = 1$.

Функція корисності визначається як система рівнянь:

$$\begin{cases} Y_0 = a_0 + a_1 \times X_0 \\ Y_1 = a_0 + a_1 \times X_1 \end{cases} \quad (3.1)$$

Тоді із системи рівнянь (3.1) коефіцієнти a_0 та a_1 можуть бути визначені як:

$$\begin{aligned} a_0 &= (X_0 \times Y_1 - X_1 \times Y_0) / (X_0 - X_1) \\ a_1 &= (Y_0 - Y_1) / (X_0 - X_1) \end{aligned}$$

Підстановка значень X_i в рівняння $Y = a_0 + a_1 \times X$ дає можливість визначити узгоджені кількісні значення корисності для інших значень критерію.

6. Визначення агрегованих значень варіантів вибору джерел фінансування інвестиційної діяльності або багатокритеріальне згортання розраховується як сума добутків оцінок, отриманих за узгодженими кількісними шкалами, і коефіцієнтам відносної важливості (ваги) кожного із критеріїв.

7. Вибір найкращого варіанту.

Визначимо найбільш прийнятне джерело фінансування інвестиційної діяльності підприємств кондитерської промисловості за запропонованим підходом. З врахуванням особливостей розвитку

фінансового ринку на основі використання методів нечіткої логіки розглядаються можливі варіанти вибору джерел фінансування інвестиційної діяльності: розміщення звичайних акцій (B_1); залучення короткострокового (B_2); залучення довгострокового кредиту (B_3); залучення облігаційної позики (B_4); використання фінансового лізингу (B_5).

Основні критерії прийняття інвестиційних рішень:

- витрати, що пов'язані із залученням джерела фінансування інвестиційної діяльності (K_1);
- розмір джерела фінансування інвестицій, що залишається в розпорядженні підприємства після вирахування витрат на його залучення та обслуговування (K_2);
- рівень фінансового ризику (K_3);
- рівень розвитку фінансових ринків, на яких можливе залучення нових інвестиційних ресурсів (K_4);
- ступінь впливу нормативних обмежень на вибір джерела фінансування інвестиційної діяльності (K_5).

Зауважимо, що розмір інвестиційних ресурсів, що залучаються через відповідне джерело, передбачається для всіх варіантів однаковим, тому даний критерій не враховується.

Під фінансовим ризиком [1, с. 22; 39, с. 22; 171, с. 231] розуміють ризик, що виникає при здійсненні фінансового підприємництва чи фінансових угод, виходячи з того, що у фінансовому підприємстві в ролі товару виступають або валюта, або цінні папери, або кошти.

До фінансових ризиків відносяться [1, с. 22–25; 39, с. 22–27; 91, с. 114–117; 171, с. 231–236]: 1) валютний ризик (імовірність фінансових втрат у результаті курсу валют, що може відбутися в період між висновком контракту і фактичного виробництва й розрахунків за ним); 2) кредитний ризик (пов'язаний із можливістю невиконання підприємством своїх фінансових зобов'язань перед інвестором у результаті використання для фінансування діяльності зовнішньої позики); 3) інвестиційний ризик (ризик втрати вкладеного капіталу й очікуваного доходу).

В якості методу визначення коефіцієнтів відносної важливості (ваги) в силу непоганих можливостей інтерпретації результатів експертних оцінок [1, с. 58; 39, с. 78–82], доцільно застосовувати метод безпосереднього експертного оцінювання з використанням

бальної шкали від 1 до 10, де 10 відповідає найбільшій важливості критерію, а 1 – найменшій.

Метод визначення ступеня ризику шляхом експертних оцінок носить суб'єктивний характер. Ця суб'єктивність є наслідком того, що група експертів, яка займається аналізом ризику, висловлює власні суб'єктивні судження як про минулу ситуацію, так і про перспективи її розвитку.

Експертне опитування (Додаток В) проводилося серед менеджерів та спеціалістів досліджуваних підприємств кондитерської промисловості. Для апробації вибору джерела фінансування інвестиційної діяльності із застосуванням методів теорії прийняття рішень було обрано ПрАТ «ВО «Конті», ПАТ «Полтавакондитер», ПАТ «ВТКФ «Ласощі», ПАТ «Харківська бісквітна фабрика», ПАТ Львівська кондитерська фірма «Світоч».

ПрАТ «ВО «Конті» за результатами проведених досліджень здійснює активну інвестиційну діяльність із використанням широкого спектру джерел фінансування інвестицій. ПАТ «Полтавакондитер» для фінансування інвестиційної діяльності використовує переважно власний капітал, а у випадках його недостатності вдається до запозичення короткострокових інвестиційних ресурсів у вигляді банківського кредиту. ПАТ «ВТКФ «Ласощі» та ПАТ «Харківська бісквітна фабрика» здійснюють фінансування інвестицій за рахунок нерозподіленого прибутку із додатковим використанням короткострокових банківських позик. Завдяки успішній господарській діяльності ПАТ Львівська кондитерська фірма «Світоч» відмовляється від залучення позикових джерел інвестиційної діяльності і вдається до використання нерозподіленого прибутку.

Для визначення узгодженості думок групи експертів використовується коефіцієнт рангової кореляції (коефіцієнт конкордації), який визначається за формулою [186, с. 287]:

$$W = \frac{12S}{m^2 \times (n^3 - n)}, \quad (3.2)$$

W — коефіцієнт конкордації;

S — відхилення суми квадратів рангів від середньої квадратів рангів;

m — кількість експертів;

n — кількість об'єктів спостережень.

Значимість коефіцієнту конкордації перевіряється на основі χ^2 – критерію Пірсона [186, с. 288]:

$$\chi^2 = \frac{12S}{m \times n \times (n-1)} \quad (3.3)$$

В реальних умовах коефіцієнт конкордації знаходиться в межах $[0 ; 1]$, і за його значенням можна судити про більшу або меншу узгодженість думок експертів [53, с. 55]. Якщо $W=0$ узгодженість думок відсутня, тобто зв'язку між оцінками різних експертів немає. При $W=1$ узгодженість думок експертів повна. Вважається, що при $W_n > 0,55$ думки експертів більшою мірою узгоджені, ніж неузгоджені.

Для прийняття рішення про використання експертних оцінок необхідно, щоб коефіцієнт конкордації був більше заданого (нормативного) значення W_n ($W > W_n$).

За результатами експертного опитування досліджуваних підприємств здійснено перевірку узгодженості думок експертів за допомогою коефіцієнту конкордації (Додаток Г.1). Розрахований коефіцієнт конкордації за кожним параметром оцінки показав, що думки експертів є узгодженими, оскільки розрахункове значення коефіцієнту рангової кореляції більше за нормативне.

Отже, з'ясуємо, яке джерело інвестиційної діяльності є найбільш привабливим для обраних для дослідження підприємств. Для кожного підприємства пропонується розглянути три варіанти джерел інвестицій, які вони можуть обрати у якості альтернативи використуванним.

У табл. 3.1 наведені коефіцієнти відносної важливості (ваги) критеріїв вибору варіантів джерел інвестиційної діяльності ПрАТ «ВО «Конті», які визначені спеціалістами даного підприємства в результаті опитування.

Таблиця 3.1

Вага критеріїв вибору джерел фінансування інвестиційної діяльності ПрАТ «ВО «Конті»

Критерій	Оцінка переваги критерію, бал	Відносна важливість критерію (вага)
K_1	5	0,17
K_2	3	0,11
K_3	9	0,30
K_4	7	0,23
K_5	6	0,20

Оцінка варіантів джерел фінансування інвестиційної діяльності відповідно до критеріїв переваги наведена у табл. 3.2.

Таблиця 3.2

Оцінка варіантів джерел фінансування інвестиційної діяльності відповідно до критеріїв вибору ПрАТ «ВО «Конті»

Критерії	Залучення короткострокового кредиту (В₂)	Залучення довгострокового кредиту (В₃)	Залучення облігаційної позики (В₄)
1. Витрати, пов'язані з залученням джерела фінансування інвестиційної діяльності (К ₁), тис. грн.	153062	141288	117740
2. Розмір джерела фінансування інвестицій, що залишається в розпорядженні підприємства після вирахування витрат на його залучення та обслуговування (К ₂), тис. грн.	435638	447412	470960
3. Рівень фінансового ризику (К ₃)	2	8	5
4. Рівень розвитку фінансових ринків, на яких можливе залучення нових інвестиційних ресурсів (К ₄)	9	6	4
5. Ступінь впливу нормативних обмежень на вибір джерела фінансування інвестиційної діяльності (К ₅)	1	5	7

Дотримуючись етапів прийняття рішень вибору джерел фінансування інвестиційної діяльності, побудуємо узгоджені шкали для кожного з критеріїв для кожного з обраних підприємств.

Так, для критерію K_1 (витрати, що пов'язані із залученням джерела фінансування інвестиційної діяльності) процедура лінійної інтерполяції виглядає наступним чином.

Варіанту зі значенням критерію K_1 для ПрАТ «ВО «Конті», яке має найменшу перевагу ($X_0=153062$ тис. грн.) присвоюється 0: $Y_0(X_0=153062)=0$, відповідно варіанту, який має найбільшу перевагу ($X_1=117740$ тис. грн.) присвоюється 1: $Y_1(X_1=117740)=1$. Коефіцієнти a_0 та a_1 становлять: $a_0=(0 \times 117740 - 1 \times 153062) / (0 - 1) = 153062$; $a_1=(153062 - 117740) / (0 - 1) = -35322$. Підстановка значення $X_2 = 141288$ тис. грн. у рівняння $X=a_0 + a_1 \times Y$ або $Y=(X-a_0) / a_1$ дає можливість визначити узгоджене кількісне значення $Y(X_2)=(141288-153062) / (-35322)=0,333$.

Аналогічним чином у додатках Г.2-Г.5 проводиться розрахунок для ПАТ «Полтавакондитер», ПАТ «ВТКФ «Ласощі», ПАТ «Харківська бісквітна фабрика», ПАТ Львівська кондитерська фірма «Світоч».

Результати переведення із абсолютних значень параметрів у відносні (співставні кількісні) величини на основі процедури лінійної інтерполяції наведено у табл. 3.3.

Таблиця 3.3

Переведення абсолютних значень оцінок критеріїв варіантів у співставні величини ПрАТ «ВО «Конті»

Критерій	B_2	B_3	B_4
K_1	0	0,333	1
K_2	0	0,333	1
K_3	1	0	0,5
K_4	1	0,4	0
K_5	1	0,333	0

Далі проводиться агрегування (згортання) отриманих співставних оцінок переваг критеріїв і коефіцієнтів відносної важливості (ваги) критеріїв для кожного із варіантів джерел фінансування інвестиційної діяльності (табл. 3.4).

Отримані на підставі даного співвідношення агреговані значення переваг ОПР дозволяють впорядкувати варіанти вибору джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємства і здійснити вибір найбільш кращого варіанту.

Таблиця 3.4

**Розрахунок результативних агрегованих значень переваги
варіантів джерел фінансування інвестиційної діяльності
ПрАТ «ВО «Конті»**

Критерій	Вага критерію	B_2	B_3	B_4
K_1	0,17	$0 \times 0,17 = 0$	$0,333 \times 0,17 = 0,057$	$1 \times 0,17 = 0,17$
K_2	0,11	$0 \times 0,11 = 0$	$0,333 \times 0,11 = 0,037$	$1 \times 0,11 = 0,11$
K_3	0,30	$1 \times 0,30 = 0,30$	$0 \times 0,30 = 0$	$0,5 \times 0,30 = 0,15$
K_4	0,23	$1 \times 0,23 = 0,23$	$0,4 \times 0,23 = 0,092$	$0 \times 0,23 = 0$
K_5	0,20	$1 \times 0,20 = 0,20$	$0,333 \times 0,20 = 0,067$	$0 \times 0,20 = 0$
Разом	1	0,73	0,253	0,43

Так, за даними табл. 3.4 можна зробити висновок, що для ПрАТ «ВО «Конті» найбільш вигідним варіантом залучення інвестиційних ресурсів є короткостроковий кредит.

Для ПАТ «Полтавакондитер» та ПАТ «Харківська бісквітна фабрика» – розміщення звичайних акцій, ПАТ Львівська кондитерська фірма «Світоч» – довгостроковий кредит, ПАТ «ВТКФ «Ласощі» – короткостроковий кредит (Додатки Г.2-Г.5).

Економічне обґрунтування вибору джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств наведено в табл. 3.5.

Таблиця 3.5

**Економічне обґрунтування вибору джерела фінансування
інвестиційної діяльності підприємств кондитерської
промисловості**

Назва підприємства	Джерело фінансування інвестиційної діяльності	Обґрунтування
1	2	3
ПрАТ «ВО «Конті»	Короткостроковий кредит	Економія на податках; неможливість використання інших джерел фінансування інвестицій через недостатній розвиток фінансового ринку. Для визначення безпечного обсягу залучених інвестиційних ресурсів доцільно проводити оптимізацію структури джерел фінансування із врахуванням ефекту фінансового левериджу.
ПАТ «ВТКФ «Ласощі»		

Продовження табл. 3.5

1	2	3
ПАТ «Полтавакондитер»	Розміщення звичайних акцій	Витрати по залученню є найменшими порівняно з іншими обраними варіантами; залишок інвестиційних коштів в розпорядженні підприємства за вирахуванням понесених витрат і виплати дивідендів, є найбільшим; має об'єктивні межі залучення, оскільки призводить до розмиття часток колишніх акціонерів в статутному капіталі і зниження їх доходів; інвестори можуть розцінити додаткову емісію акцій негативно, що може вплинути на зниження курсу акцій підприємства.
ПАТ «Харківська бісквітна фабрика»		
ПАТ Львівська кондитерська фірма «Світоч»	Довгостроковий кредит	Темпи зростання підприємства; необхідність диверсифікації дохідних активів, що фінансуються за рахунок довгострокових кредитів; економія на податках; неможливість використання інших джерел фінансування інвестицій через недостатній розвиток фінансового ринку. Для визначення безпечного обсягу залучених інвестиційних ресурсів доцільно проводити оптимізацію структури джерел фінансування із врахуванням ефекту фінансового левериджу.

Застосування методів теорії прийняття рішень при виборі джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств позитивно вплине на формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності і підвищить ефективність прийняття інвестиційних рішень.

3.3. Оптимізація структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств кондитерської промисловості

Характерною особливістю інвестиційної діяльності підприємств на сучасному етапі є зростання кількості джерел інвестування, що залучаються в результаті переходу до ринкової моделі з притаманною для неї зміною співвідношення внутрішніх і зовнішніх джерел інвестицій. В таких умовах одним із пріоритетних завдань, від

якісного вирішення якого залежить ефективність і економічна безпека інвестиційної діяльності підприємства, є оптимальний вибір структури джерел її фінансування. На основі такої оптимізації забезпечується необхідний рівень дохідності і фінансової стійкості, динамічна фінансова рівновага, максимізація вартості підприємства.

В процесі аналізу теоретичних підходів щодо оптимізації структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств ми виходимо з того, що власні, залучені та позикові кошти різноманітними способами приймають участь у формуванні інвестиційного капіталу підприємства. Залучені кошти разом з власними джерелами утворюють власний капітал підприємства, а позикові кошти – його запозичений капітал. В цьому сенсі основні підходи до оптимізації структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств формуються на основі теорій структури капіталу, а розробка теоретичних положень визначення оптимального методу фінансування інвестицій нерозривно пов'язана з методичним інструментарієм аналізу структури капіталу.

Мішутін Д.Ю. [101] зауважує, що необхідність врахування різноманітних позитивних особливостей і недоліків використання власного і позикового капіталів та їх джерел для фінансування великих інвестиційних проектів висуває одну із найбільш важливих і складних задач – задачу оптимізації структури джерел інвестицій за різними критеріями (фінансова стійкість, прибуток, рентабельність).

На сьогодні термін «структура капіталу» часто ототожнюють з поняттям «фінансовий важіль (леверидж)», і таке ототожнення не є випадковим. Важіль, як відомо, засіб, що полегшує і примножує ефект зусиль, що докладаються. Залучення позикового фінансування повинно працювати на стратегічні завдання власника. В контексті фінансування термін «фінансовий важіль» спрямовує до регулярної практики фінансування довгострокового розвитку за рахунок позикових ресурсів заради досягнення інтересів власників, і перш за все, зростання вартості підприємства. З точки зору традиційного аналізу [52] між структурою капіталу і поняттям фінансового важеля відсутня істотна різниця: і те, і інше поняття характеризує співвідношення позикового і власного капіталу. На нашу думку, такий підхід є не досить обґрунтованим та коректним.

Максимізація вартості підприємства вимагає, щоб ціна всіх факторів виробництва, що використовуються, включаючи задіяний капітал, була мінімізована. Розв'язок даної задачі передбачає, перш за

все, чітку ідентифікацію елементів, що формують структуру капіталу, а також знання методів їх кількісної оцінки.

В даному контексті традиційний підхід не дозволяє отримати надійні результати, оскільки у формулах розрахунку фінансового важеля відсутня різниця між короткостроковими і довгостроковими джерелами інвестування. При вирахуванні витрат на сплату відсотків, що знижують оподатковуваний прибуток, не виділяють типи кредитів, не враховують їх характер й строки (коротко- та довгострокові кредити). Разом із тим, відповідь на питання, чи завжди короткострокові комерційні зобов'язання є частиною позикового капіталу в аналізі структури капіталу, залежить від конкретної ситуації.

На нашу думку, якщо короткострокові відсоткові кредити використовуються як джерело приросту інвестицій, то вони фактично виступають в якості субституту довгострокових кредитів і їх неможливо ігнорувати в кількісному описі й аналізі структури капіталу. При цьому вони впливають на оцінку частки позикових ресурсів, збільшуючи її величину. Крім того, в даному випадку потребує корегування й оцінка дохідності, що потребують кредитори. Ставка необхідної дохідності виступає як ставка альтернативних вкладень, тому, коли короткострокові кредити заміщують довгострокові зобов'язання, замість фактичної ставки відсотка за короткостроковими позиками необхідно використовувати поточну ринкову ставку відсотка за довгостроковими кредитами.

Ще одна суттєва відмінність понять фінансового важеля і структури капіталу проявляється у випадку використання підприємством інших джерел інвестування, наприклад довгострокової фінансової оренди (лізингу) майна. Як відомо, при передачі майна об'єкт, що передається в фінансову оренду, обліковується як на балансі орендодавця, так і на балансі орендоотримувача. В цьому випадку, лізинг є за своєю сутністю кредитом-орендою, виступає у якості субституту прямого довгострокового кредитування, а, отже, повинен бути прирівняний до позикового капіталу. Звідси випливає, що частка позикових ресурсів, а також необхідна кредиторам дохідність повинні бути розглянуті з урахуванням і цього джерела інвестування. Підставою для розрахунків грошових потоків слугують строки договору, виплати лізингових платежів і графік їх погашення, а також для оцінки рівня капіталізації – поточна ринкова ставка відсотка за довгостроковими

кредитами для категорії позичальників, до яких варто віднести підприємство, що аналізується.

Можливі і ситуації, коли зобов'язання пов'язані із наданням третім особам гарантій і поручительства за кредитами. У таких випадках якість зобов'язань самого підприємства, що надало гарантії, тісно пов'язані з якістю виконання зобов'язань за кредитом, отриманим третьою стороною. В традиційному підході щодо оцінки фінансового важеля такі взаємозв'язки ігноруються. На нашу думку, при оцінці структури капіталу необхідно приймати у розрахунок величину гарантій і поручительств, наданих підприємством третім особам, зважені з урахуванням імовірності настання виплат.

Відмінності традиційного та фінансово-інвестиційного підходів щодо кількісної характеристики структури капіталу виникають і у тому випадку, коли підприємство здійснює конвертовані випуски облігацій або привілейованих акцій для фінансування інвестиційної діяльності. Обидва види конвертованих випусків являють собою боргові зобов'язання. Тому відносити їх до категорії позикового капіталу, на нашу думку, необхідно доти, доки імовірність їх конвертації у власний капітал є невисокою. І навпаки, якщо співвідношення ринкового курсу звичайних акцій підприємства-емітента конвертованих інструментів і курсу виконання договору конвертації (конверсійного курсу) сприятливе і ринковий курс стабільно перевищує конверсійний, то можливість обміну конвертованих цінних паперів вже допускається. У цьому випадку конвертований компонент позикового капіталу зникає, а власний капітал зростає.

Таким чином, поняття «фінансовий важіль» не може адекватно замінювати поняття структури капіталу. З точки зору ефективності інвестиційної діяльності підприємства, аналіз структури капіталу є значно складнішим. Проблема полягає у тому, щоб зрозуміти чи відповідає політика фінансування довгострокового розвитку підприємства задачі зростання його вартості.

Задача оптимізації структури джерел фінансування інвестицій, таким чином, закономірно створює необхідність врахування різноманітних позитивних особливостей і недоліків використання власного і позикового капіталів та їх окремих складових для фінансування інвестиційної діяльності.

Крім того, у процесі аналізу формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності необхідно враховувати, що

структура капіталу підприємства формується під впливом комплексу протилежних, але діалектичних факторів, що взаємодіють і визначають співвідношення рівня дохідності і ризику використання капіталу, сумарний вплив яких повинен бути врахований у процесі оптимізації його структури. При цьому необхідно дати відповідь на головне питання: яке співвідношення позикового та власного капіталу веде до підвищення ефективності інвестиційної діяльності підприємства.

Окрім встановлених меж, у яких повинна здійснюватися кількісна характеристика структури капіталу, для коректної побудови політики фінансування інвестиційної діяльності необхідно виявити зону оптимальних значень структури капіталу підприємства. Пошук такої зони пов'язаний із двома різними, проте одночасно застосовуваними підходами: якісним та кількісним аналізом оптимальної структури капіталу.

В реальній ситуації структура капіталу формується під впливом багатьох факторів, більшість з яких складно кількісно оцінити, кількісні методи пошуку оптимальної структури капіталу можуть дати лише приблизну оцінку цільового співвідношення позики і власного капіталу.

Якісна оцінка структури капіталу певного підприємства повинна передбачати виділення різноманітних макро- та мікроекономічних факторів, які слід мати на увазі при формуванні політики фінансування. Серед них – різна привабливість джерел інвестування для менеджменту, стадія життєвого циклу підприємства, необхідність збереження фінансової гнучкості і питань акціонерного контролю над корпорацією, вплив так званих стейкхолдерів, до яких відносяться клієнти, працівники, постачальники обладнання і програмного забезпечення, регулюючі органи тощо. Всі вони можуть негативно сприймати нарощування підприємством суми боргу, що у кінцевому випадку, буде призводити до зниження його чистих грошових потоків при спробі збільшити фінансовий важіль.

Разом із тим проблема оптимальної структури капіталу, а отже й оптимізації джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємства, залишається невирішеною. Так, можна виділити основні критерії, які є важливими при визначенні оптимальної структури джерел інвестиційної діяльності, а саме:

- вартість підприємства. Існують різні теорії, які розглядають взаємозв'язок структури капіталу і вартості підприємства як бізнесу,

зокрема: метод дисконтованого грошового потоку (Discounted Cash Flow – DCF), концепція економічної доданої вартості (Economic Value Added – EVA), модель Ольсона (Edwards-Bell-Ohlson valuation model – EBO), модель Блека-Шоулза, концепція ринкової доданої вартості (Market Value Added – MVA), модель аналізу цінності для акціонерів (Shareholders Value Added – SVA), модель управління за доходністю грошового потоку від інвестицій (Cash Flow Return of Investment – CFROI) тощо. При цьому оптимальною є структура капіталу, що максимізує ринкову вартість підприємства;

- вартість капіталу. Оскільки як власний, так і позиковий капітал мають для підприємства свою вартість – вартість обслуговування, то оптимальна структура з цієї точки зору – структура, що мінімізує вартість капіталу;

- величина ризиків. При формуванні структури капіталу підприємство стикається з різноманітними видами ризиків. Так, до них відносяться ризик часткового чи повного неповернення позикових коштів, ризик обслуговування боргу (несплата відсотків), ризик банкрутства. При цьому підприємство може поставити задачу оптимізації структури капіталу при існуючих обмеженнях з точки зору зниження певних видів ризиків;

- рентабельність капіталу. Загальновизнаним фактом є те, що залучення позикових ресурсів може привести до зростання рентабельності власного капіталу підприємства за рахунок ефекту фінансового важеля. Оптимальна структура капіталу в даному випадку максимізує рентабельність підприємства, тобто дозволяє отримати найбільший прибуток за існуючого рівня власних ресурсів.

Крім того, на основі наведених критеріїв можна виділити показники більш складного порядку, наприклад, співвідношення «ризик-дохідність (рентабельність)».

Для розгляду проблеми вибору оптимальної структури капіталу звернемося до дедукції як методу наукового пізнання, що дозволяє від теоретичних концепцій структури капіталу перейти до визначення оптимальної структури джерел інвестиційної діяльності. Варто зауважити, що деякі економісти вважають, що вибір критерію при розгляді структури капіталу не впливає на її оптимальність. Так, наприклад, Ю.Ф. Брігхем [20, с. 601] під оптимальною структурою капіталу розуміє як таку структуру капіталу, яка встановлює рівновагу між ризиком і доходом і максимізує середньозважену ціну акцій» (тобто вартість суб'єкта господарювання), так і таку

комбінацію боргових зобов'язань, привілейованих і звичайних акцій, яка мінімізує середньозважену вартість капіталу. Подібні твердження мають певну основу, оскільки виділені нами критерії є певною мірою взаємозалежними. Так, імовірніше за все, зниження вартості капіталу призведе до підвищення рентабельності, а зростання рентабельності власного капіталу і мінімізація ризиків, у свою чергу, призведуть до підвищення вартості підприємства. Проте, це зовсім не означає, що оптимальна структура капіталу для всіх виділених критеріїв обов'язково буде однаковою. На нашу думку, на визначення точки оптимуму у кожному конкретному випадку буде впливати низка суб'єктивних та об'єктивних факторів, і залежно від обраного підприємством критерію будуть різнитися не тільки фактори, а й їх значимість.

Вочевидь, що кожний із виділених критеріїв оптимізації є досить важливим і має істотне значення при формуванні структури капіталу підприємства. Проте, на нашу думку, найбільш вагомим показником, що характеризує ефективність використання капіталу, інвестованого власниками, а разом з тим і їх добробуту, є рентабельність власного капіталу (Return On Equity – ROE), тому що однією з основних істотних характеристик капіталу як раз і є його здатність приносити дохід. Підприємству вигідно збільшувати частку позикових ресурсів до тих пір, поки таке запозичення дозволяє збільшити рентабельність власного капіталу (прибутковість проекту і рентабельність сукупних активів, вищою рівня відсотків за кредит дозволяє підприємству отримувати приріст рентабельності власних коштів за рахунок використання дешевих кредитних ресурсів). Важливість коефіцієнту рентабельності власного капіталу і віднесення його до одного із найважливіших фінансових коефіцієнтів підкреслюють і інші економісти, зокрема: Дж. Х. Блісс [194], К. Ріккей [201]. Таким чином, поділяючи погляди вчених щодо пріоритетності показника ROE, під оптимальною структурою капіталу підприємства будемо розуміти таке співвідношення власного і позикового капіталу, яке з урахуванням особливостей функціонування підприємства дозволяє йому максимізувати рентабельність власних ресурсів, тобто отримувати максимальний розмір чистого прибутку на авансований у діяльність власний капітал.

В рамках теорії фінансового левериджу розроблено наступні методики розрахунку оптимальності структури капіталу на основі критерію рентабельності власного капіталу:

- методика розрахунку ефекту фінансового левериджу [11, с. 199–206; 72, с. 270–273; 158, с. 27–32; 184, с. 109–114] дозволяє максимізувати рентабельність власного капіталу шляхом виявлення взаємозв'язку між чистим прибутком підприємства та величиною його валового прибутку, а також існування ефекту фінансового важелю, що спостерігається в результаті залучення позикового капіталу:

$$E\Phi Л = (1 - C_{mn}) \times (ROA - C_6) \times \frac{ПК}{ВК}, \quad (3.4)$$

де ЕФЛ – ефект фінансового левериджу, %;

Спп – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом;

ROA (Return On Assets) – економічна рентабельність сукупного капіталу (відношення валового прибутку до середньої вартості активів), %;

Св – відсотки за кредит, що сплачуються підприємством за використання позикового капіталу, %;

ПК – позиковий капітал;

ВК – власний капітал.

- методика розрахунку коефіцієнту виробничо-фінансового левериджу [158, с. 27–32] надає можливість оптимізації структури капіталу шляхом виявлення і оцінки взаємозв'язку між показниками валового прибутку, витрат виробничого і фінансового характеру і чистого прибутку. Поряд з ефектом зростання рентабельності власного капіталу в результаті зростання обсягів продаж і залучення позикових ресурсів, відображає також загальний ризик зниження рентабельності і отримання збитків:

$$DTL = \frac{Q \times (P - VC)}{Q \times (P - VC) - FC - I}, \quad (3.5)$$

де DTL – рівень виробничо-фінансового важелю;

Q – обсяг реалізації, од.;

P – ціна одиниці продукції;

VC – величина змінних витрат на одиницю продукції;

FC – величина постійних витрат на одиницю продукції;

I – відсотки за кредит, що сплачуються підприємством за використання позикового капіталу, %.

- методика розрахунку рентабельності власного капіталу на основі мультиплікатору капіталу [137, с. 555–557] дозволяє оптимізувати структуру пасивів в результаті мультиплікативного ефекту капіталу – прямої залежності між прибутковістю власного капіталу і рівнем фінансового ризику:

$$ROE = \text{Ч}_{\text{чп}} \times ROA \times MK, \quad (3.6)$$

де ROE – рентабельність власного капіталу (відношення чистого прибутку підприємства до середньорічної величини акціонерного капіталу), %;

$\text{Ч}_{\text{чп}}$ – частка чистого прибутку в загальній сумі валового прибутку;

ROA – економічна рентабельність сукупного капіталу, %;

MK – мультиплікатор капіталу (відношення сукупного капіталу до величини власного капіталу);

- EBIT-EPS підхід [184, с. 147–156] – оптимізація структури капіталу шляхом виявлення такого співвідношення джерел інвестиційної діяльності підприємства, яке дозволяє максимізувати показник «чистого прибутку на акцію» в порівнянні з очікуваним рівнем валового прибутку:

$$EPS = \frac{(1 - C_{\text{пн}}) \times (EBIT - C_{\text{с}}) - D_{\text{па}}}{K_a}, \quad (3.7)$$

де EPS (Earnings Per Share) – розмір чистого прибутку на одну звичайну акцію;

Спп – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом;

EBIT (Earning Before Interest and Taxes) – прибуток до вирахування відсотків по позичковому капіталу і сплати відсотків;

Св – відсотки за кредит, що сплачуються підприємством за використання позикового капіталу, %;

Dпа – дивіденди по привілейованих акціях;

Ка – кількість звичайних акцій у обігу.

- метод «Дюпон» [12, с. 103–106] – розклад формули розрахунку дохідності власного капіталу на фактори, що впливають на цю дохідність, і аналіз співвідношень, що утворюють коефіцієнт ROE:

$$ROE = \frac{ЧП_0}{P} \times \frac{P}{A} \times \frac{\bar{A}}{СК} \times 100\%, \quad (3.8)$$

де ROE – рентабельність власного капіталу, %;

ЧП₀ – сума чистого прибутку у періоді, що розглядається, отримана від всіх видів господарської діяльності;

P – загальний обсяг реалізації продукції у періоді, що розглядається;

$\bar{A}$ – середня сума всіх активів використовуваних підприємством у періоді, що розглядається;

СК – середня сума власного капіталу підприємства у періоді, що розглядається.

Розгляд наведених підходів формування структури капіталу дозволив виявити наступні недоліки, що обмежують їх застосування на практиці, а саме:

1) в рамках розглянутих підходів відсутній явний розподіл позикових ресурсів на довго- та короткострокові, крім того, із розгляду випускається внутрішня структура власних та позикових джерел;

2) власні кошти підприємства визначаються як безкоштовні і у розрахунок не беруться, що, на нашу думку, є невиправданим;

3) жоден із вказаних методів не здатний повною мірою задовольнити вимоги менеджерів і власників у прийнятті рішення щодо оптимальної структури капіталу – їх використання у процесі моделювання стратегії поведінки підприємства на ринку капіталу можливо лише з урахуванням певних умов і обмежень, залишаючи поза увагою реалії ринку, об'єктивно і суб'єктивно існуючі фактори ендогенного та екзогенного середовища, в умовах яких відбувається формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємства.

Проте наведені підходи теорії фінансового левериджу існують і активно використовуються економістами (як теоретиками, так і практиками) у якості оцінки ефективності діяльності підприємства, при цьому для визначення оптимальної структури капіталу найбільше

розповсюдження отримав саме підхід, заснований на оцінці ефекту фінансового левериджу.

Частково це пов'язано з тим, що його базова формула вже містить посилання на структуру джерел фінансування інвестицій підприємства, що зводить задачу оптимізації співвідношення власного і позикового капіталу лише до знаходження такого значення плеча фінансового важеля (ПК/ВК), при якому ефект фінансового левериджу буде максимальним.

Крім того, очевидною є логіка вказаного підходу, оскільки знаючи механізм впливу фінансового капіталу на рівень прибутковості власного капіталу і рівень фінансового ризику, можливо цілеспрямовано управляти структурою капіталу підприємства. При цьому класична формула ефекту фінансового левериджу з врахуванням плати за позикові ресурси при розрахунку прибутку має вигляд, наведений у формулі (3.4).

Наведені вище недоліки теорії фінансового левериджу свідчать про те, що вказаний показник оцінки ефективності використання позикового капіталу, застосовуваний на практиці у своїй класичній формі, не може повною мірою задовольнити потреби менеджерів і власників у частині формування оптимальної з позиції максимізації рентабельності власного капіталу структури джерел інвестування і вимагає певних уточнень. В результаті математичних перетворень формули (3.4) отримаємо:

$$ЕФЛ = (ROA \times (1 - C_{nn}) - C_{\epsilon} \times (1 - C_{nn})) \times \frac{ПК}{ВК} \quad (3.9)$$

При цьому очевидно, що добуток $C_{\epsilon} \times (1 - C_{nn})$ є вираженням вартості позикового капіталу, що залучається шляхом кредитування, з урахуванням податку на прибуток.

Проте, як вже зазначалося, на практиці джерелом довгострокових позикових ресурсів підприємства виступають не тільки банківські кредити і позики, надані іншими суб'єктами господарювання, а й капітал, що залучається шляхом емісії власних боргових цінних паперів, фінансового лізингу тощо.

Також варто зауважити, що у фінансуванні інвестиційної діяльності підприємство використовує не лише позикові джерела, але й власні, які, у свою чергу, також мають вартість і повинні братися до

уваги при аналізі структури джерел фінансування інвестиційної діяльності з врахуванням вартості одиниці їх залучення.

У зв'язку з цим виникає об'єктивна необхідність визначення загальної вартості капіталу, тобто сукупної суми витрат підприємства на формування структури джерел інвестування. На практиці такого виду задача розв'язується за допомогою показника середньозваженої вартості капіталу (WACC), наведеного у формулі (1.11).

Показник WACC, на нашу думку, дозволяє максимально повно відобразити структуру джерел інвестування підприємства з позиції їх вартості і може бути ефективно використаний з метою вивчення та побудови моделі оптимальної структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємства. Таким чином, формула (3.9) з врахуванням вартості залучення всіх джерел фінансування інвестицій підприємства, а не тільки відсотків за кредити, може бути модифікована наступним чином:

$$ЕФЛ = (ROA \times (1 - C_{\text{m}}) - WACC) \times \frac{ПК}{БК} \quad (3.10)$$

При цьому відзначимо, що оптимальна структура джерел інвестицій передбачає не тільки максимізацію рентабельності власного капіталу підприємства, але також може включати низку обмежень, що мають відношення до інших можливих критеріїв оптимізації. Так, в залежності від індивідуальних уподобань власників і менеджерів підприємства, можуть бути побудовані обмеження, а саме: досягнення максимального ефекту фінансового левериджу може відбуватися або за рахунок мінімізації середньозваженої вартості капіталу підприємства (WACC); або за рахунок мінімізації рівня фінансового ризику (ПК/БК); або шляхом максимізації вартості підприємства (POI/WACC, де POI є показником прибутку до вирахування відсотків і податків, зменшений на величину податку на прибуток та інших обов'язкових відрахувань від прибутку, який характеризує загальну суму, що витрачається підприємством в рік на обслуговування власного і позикового капіталу).

Співвідношення виділених факторів оптимальності структури капіталу підприємства і критерію максимізації ефекту фінансового левериджу наведено на рис. 3.2.

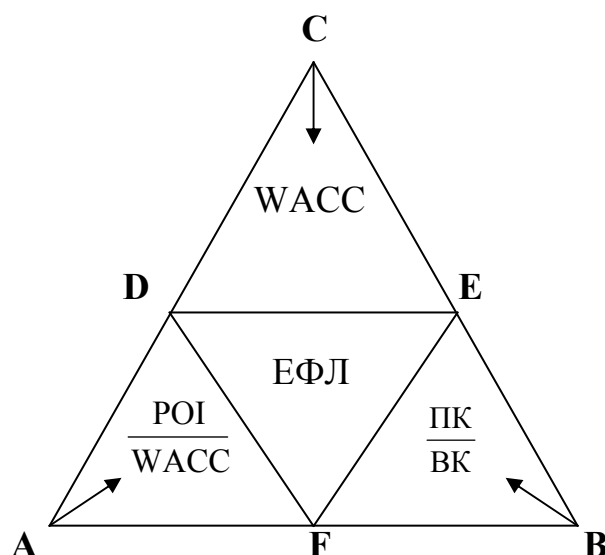


Рис. 3.2. Співвідношення окремих критеріїв оптимальності структури капіталу підприємства і критерію максимізації ефекту фінансового левериджу

Як видно з рис. 3.2, модель, що характеризує співвідношення всіх запропонованих критеріїв оптимальності, має форму рівностороннього трикутника, поділеного на чотири інших рівносторонні трикутники. При цьому кожний із виділених трикутників являє собою найбільш привабливий для підприємства критерій оптимальності структури джерел інвестування.

Також варто зауважити, що кути трикутників, не суміжні з кутами інших вписаних фігур (DAF, FBE, ECD), є точками відліку для визначення ступеня оптимальності значення відповідного показника ($POI/WACC$; $WACC$; $ПК/ВК$), а променями, що задають напрям відповідним векторам, є бісектриси даних кутів.

При реалізації побудови обмежень, ми будемо спостерігати суміжні фігури: $\triangle DCE$ та $\triangle DFE$, $\triangle EBF$ та $\triangle EDF$, а також $\triangle FAD$ та $\triangle FED$ відповідно. Наприклад, у випадку формування оптимальної структури джерел фінансування інвестицій на основі критерію рентабельності власного капіталу, пов'язаного з критерієм максимізації вартості підприємства, отримаємо графік знаходження точки оптимуму у заданих умовах, наведений на рис. 3.3.

При цьому вочевидь, що значення теоретичного оптимуму відповідає значенню координат точок D та F, спроектованого на пряму AE, і знаходиться на прямій DF, а найбільш привабливим для

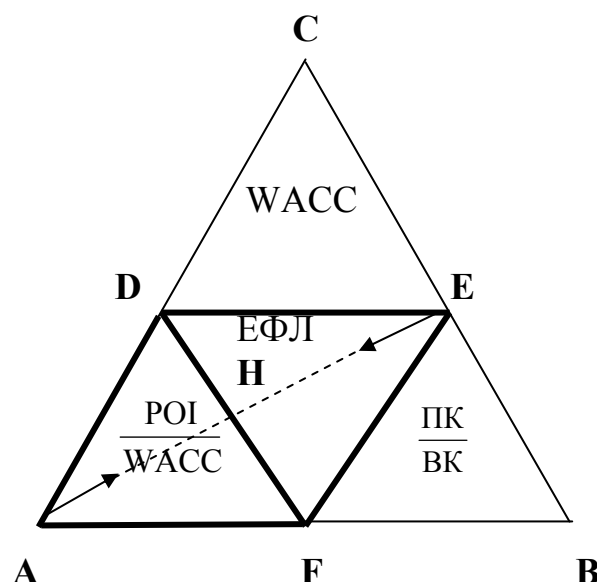


Рис. 3.3. Знаходження точки оптимуму при формуванні оптимальної структури капіталу на основі критеріїв рентабельності власного капіталу і максимізації вартості підприємства

підприємства із декількох наявних варіантів інвестиційної поведінки буде той, сума координат ($\frac{POI}{WACC}$ і $E\Phi Л$) якого, поділена на 2, буде ближчою до прямої DF .

Аналогічним чином можна визначити оптимальні і найбільш привабливі варіанти фінансування інвестицій на основі критеріїв рентабельності власного капіталу та мінімізації його вартості (рис. 3.4).

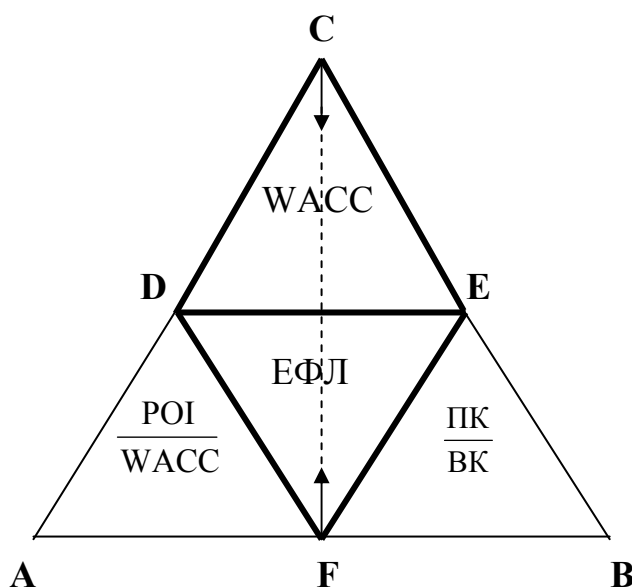


Рис. 3.4. Знаходження точки оптимуму при формуванні оптимальної структури капіталу на основі критеріїв рентабельності власного капіталу і мінімізації вартості капіталу

Співвідношення критеріїв рентабельності власного капіталу та мінімізації рівня фінансового ризику наведено на рис. 3.5.

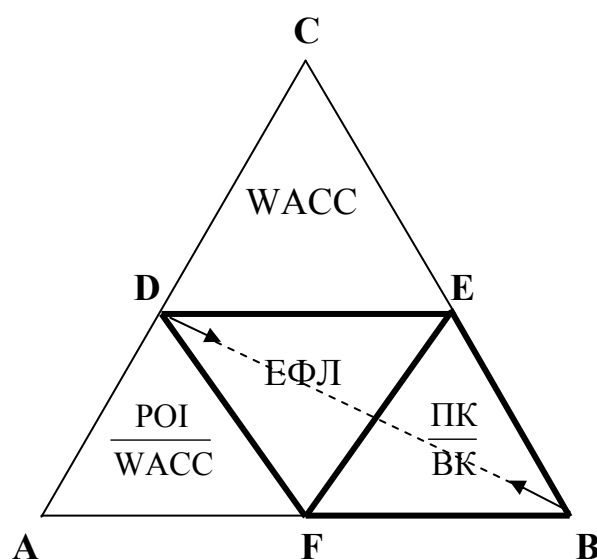


Рис. 3.5. Знаходження точки оптимуму при формуванні оптимальної структури капіталу на основі критеріїв рентабельності власного капіталу і мінімізації рівня фінансового ризику

При цьому, окрім визначених вище, при виборі оптимального співвідношення тих чи інших джерел власних і довгострокових позикових ресурсів керівництво підприємства може вводити власні припущення і обмеження самостійно формулюючи додаткові критерії оптимальності із врахуванням особистих вимог і суб'єктивних уподобань, наприклад, щодо рівня фінансової стійкості, значенню тих чи інших фінансових показників.

Крім того, варто враховувати вимоги законодавства, що висуваються до структури джерел інвестування. При цьому пошук оптимального значення необхідних показників може бути здійснений за допомогою елементів комп'ютерного програмування.

Таким чином, запропонована модель формування оптимальної структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств може бути ефективно використана зацікавленими особами на практиці, оскільки передбачає можливість кількісних і якісних факторів, таких як: вимоги законодавства, інфляція, вартість джерел залучення коштів, валюта балансу, специфіка діяльності, дивідендна політика підприємства, зміна вимог кредиторів, що супроводжується

зростанням фінансової залежності, вимоги керівництва та власників підприємства щодо рівня фінансової стійкості тощо.

В цілому, основні відмінності запропонованого підходу побудови моделі оптимальної структури капіталу підприємства на основі критерію рентабельності власного капіталу від існуючих методичних підходів теорії фінансового левериджу наведені в табл. 3.6.

Таблиця 3.6

Відмінності авторського підходу від традиційних методичних підходів оцінки фінансового левериджу

Традиційні методичні підходи	Авторський підхід
1. У розрахунок приймається тільки розмір відсотків за кредит, що сплачуються підприємством за використання позикового капіталу.	1. Врахування вартості всіх джерел інвестиційної діяльності підприємства, а не тільки відсотків за кредитами.
2. Структура окремих елементів пасивів (власних і позикових) не приймається до уваги.	2. Врахування структури всіх елементів власного і позикового капіталу підприємства.
3. Вартість власного капіталу у розрахунок не береться і приймається рівною нулю.	3. Приймається до уваги вартість власного капіталу, яка на практиці відмінна від нуля.
4. Не враховуються особливості дивідендної політики.	4. Можливість врахування дивідендної політики.
5. Вивчення значень показників у статичності.	5. Можливість використання як у проведенні статичного аналізу, так і у динаміці шляхом встановлення очікуваного значення показників.

Отже, визначимо оптимальну структуру співвідношення власних і позикових джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств з позиції обраного критерію оптимізації – рентабельності власного капіталу. З цією метою розрахуємо існуюче при наявній структурі джерел інвестиційних ресурсів значення ефекту фінансового левериджу.

Розрахуємо вартість власних і позичених ресурсів підприємства і агрегований показник вартості капіталу, авансованого у інвестиційну діяльність підприємства (WACC). Визначення ціни кожного джерела фінансування інвестицій здійснюється із використанням формул (1.3; 1.5; 1.6; 1.8; 1.10), викладених у параграфі 1.3 монографії.

У якості вихідних даних приймаємо:

- емісійні витрати – 2% від загального обсягу емісії;
- купонна ставка за облігаціями – 18%;
- річна відсоткова ставка щодо залучення короткострокового банківського кредиту – 26%;
- річна відсоткова ставка щодо залучення довгострокового кредиту – 24%;
- ставка податку на прибуток – 19%;
- річна лізингова ставка – 20%;
- річна норма амортизації активу – 6,25;
- витрати щодо залучення фінансового лізингу – 11%.

За даними досліджуваних підприємств, фінансування інвестиційної діяльності передбачається у обсягах та за рахунок таких джерел (табл. 3.7).

Таблиця 3.7

Розрахунок прогнозної величини середньозваженої вартості капіталу окремих підприємств кондитерської промисловості

Джерело фінансування інвестиційної діяльності	Сума, млн. грн.	Структура, %	Вартість, %	WACC, %
ПрАТ «ВО «Конті»				
Емісія звичайних акцій	30,1	5,11	4,49	–
Облігаційна позика	97,0	16,48	13,78	–
Короткостроковий кредит	131,3	22,3	19,7	–
Довгостроковий кредит	330,0	56,06	18,18	–
Фінансовий лізинг	0,3	0,05	11,59	–
Разом	588,7	100	–	17,09
ПАТ «Полтавакондитер»				
Нерозподілений прибуток	1,24	24,36	5,9	–
Емісія звичайних акцій	1,84	36,15	15,94	–
Короткостроковий кредит	2,01	39,49	19,5	–
Разом	5,09	100	–	14,9
ПАТ «Харківська бісквітна фабрика»				
Нерозподілений прибуток	0,7	24,73	8,75	–
Короткостроковий кредит	2,13	75,27	19,56	–
Разом	2,83	100	–	16,88
ПАТ Львівська кондитерська фірма «Світоч»				
Нерозподілений прибуток	4,63	100	6,26	–
Разом	4,63	100	–	6,26
ПАТ «ВТКФ «Ласощі»				
Короткостроковий кредит	6,07	100	18,8	–
Разом	6,07	100	–	18,8

Наступним етапом, після визначення структури джерел фінансування інвестиційної діяльності досліджуваних підприємств і розрахунку середньозваженої вартості капіталу цих підприємств, буде визначення оптимальної структури джерел інвестування на основі показника фінансового левериджу.

Для цього розрахуємо значення економічної рентабельності сукупного капіталу (ROA). Для досягнення позитивного ефекту фінансового левериджу необхідно, щоб економічна рентабельність сукупного капіталу, скоригована на величину податку на прибуток, була вищою за середньозважену вартість капіталу підприємства, тобто, іншими словами, має виконуватися рівність:

$$WACC < ROA \times (1 - C_m), \quad (3.11)$$

де $WACC \rightarrow \min$

Досягнення бажаного рівня величини середньозваженої вартості капіталу можливе лише шляхом застосування методики планомірної зміни структури елементів фінансування інвестицій у бік збільшення більш дешевих джерел позикового капіталу і зменшення питомої ваги більш дорогих джерел інвестицій.

З врахуванням вимог щодо політики фінансування інвестиційної діяльності, а також обраних критеріїв оптимальності структури джерел, здійснимо побудову моделі структури капіталу досліджуваних підприємств. При цьому кількість можливих варіантів моделей побудови структури джерел фінансування інвестицій, при яких значення ефекту фінансового левериджу буде позитивним, може бути описано, наприклад, за допомогою елементів комп'ютерного програмування, де з врахуванням необхідної конкретизації можна задати крок поступової зміни питомої ваги кожного запозиченого джерела інвестиційної діяльності підприємства. Отримана в результаті вибірка буде великою, проте достатньо повною.

Дані подальшого розрахунку для ПрАТ «ВО «Конті» представимо у вигляді табл. 3.8.

Оптимізація структури джерел фінансування інвестиційної діяльності за критерієм рентабельності власного капіталу інших досліджуваних підприємств наведено у додатку Д.

Таблиця 3.8

Розрахунок рентабельності власного капіталу ПрАТ ВО «Конті» при різних значеннях коефіцієнту фінансового левериджу в процесі здійснення інвестиційної діяльності

№ п/п	Показники	Варіанти								
		I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1	Власний капітал, млн. грн.	3091,92	2782,73	2473,54	2164,34	1855,15	1545,96	1236,77	927,58	618,38
2	Обсяг позикового капіталу, млн. грн.	—	309,19	618,38	927,58	1236,77	1545,96	1855,15	2164,34	2473,54
3	Загальний обсяг капіталу, млн. грн.	3091,92	3091,92	3091,92	3091,92	3091,92	3091,92	3091,92	3091,92	3091,92
4	Частка власних ресурсів, %	100	90	80	70	60	50	40	30	20
5	Частка позичених ресурсів, %	—	10	20	30	40	50	60	70	80
6	Коефіцієнт фінансового важеля	—	0,11	0,25	0,43	0,67	1,00	1,50	2,33	4,00
7	Економічна рентабельність сукупного капіталу, %	33,6	33,6	33,6	33,6	33,6	33,6	33,6	33,6	33,6
8	Відсоткова ставка за кредит з врахуванням ризику, %	—	25,0	25,5	26,0	26,5	27,0	27,5	28,0	28,5
9	Прибуток з урахуванням процентів за кредит (гр. 3×гр. 7 / 100), млн. грн.	1039,31	1039,31	1039,31	1039,31	1039,31	1039,31	1039,31	1039,31	1039,31
10	Сума процентів за кредит (гр. 2×гр.8 / 100), млн. грн.	—	77,30	157,69	241,17	327,74	417,41	510,17	606,02	704,96
11	Прибуток без урахування суми процентів за кредит (гр. 9–гр. 10), млн. грн.	1039,31	962,02	881,63	798,14	711,57	621,90	529,15	433,30	334,36
12	Ставка податку на прибуток, %	19	19	19	19	19	19	19	19	19
13	Сума податку на прибуток (гр. 11×гр. 12 / 100), млн. грн.	197,47	182,78	167,51	151,65	135,20	118,16	100,54	82,33	63,53
14	Чистий прибуток (гр. 11–гр. 13), млн. грн.	841,84	779,23	714,12	646,50	576,37	503,74	428,61	350,97	270,83
15	Рентабельність власного капіталу ((гр. 14 / гр. 1)×100), %	27,23	28,00	28,87	29,87	31,07	32,58	34,66	37,84	43,80
16	Приріст рентабельності власного капіталу, %	—	0,78	0,87	1,00	1,20	1,52	2,07	3,18	5,96
17	Ефект фінансового левериджу, розрахований за формулою (3.10), %	—	1,13	2,53	4,34	6,76	10,14	15,21	23,65	40,55

Таким чином, проведені розрахунки оптимізації структури капіталу досліджуваних підприємств дають змогу обрати найбільш оптимальне співвідношення власних і позикових коштів (табл. 3.9).

Таблиця 3.9

Рекомендована структура джерел фінансування інвестиційної діяльності досліджуваних підприємств кондитерської промисловості

Підприємство	Власний капітал, %	Позиковий капітал, %
1	2	3
ПрАТ «ВО «Конті»	20	80
ПАТ «Полтавакондитер»	70	30
ПАТ «Харківська бісквітна фабрика»	90	10
ПАТ Львівська кондитерська фірма «Світоч»	100	0
ПАТ «ВТКФ «Ласощі»	60	40

Таким чином, розраховані дані свідчать, що найвища рентабельність власного капіталу для ПрАТ «ВО «Конті» досягається при коефіцієнті фінансового левериджу 4,0, що визначає співвідношення власного та позикового капіталу у пропорції 20:80.

Дослідження показали, що така ситуація серед досліджуваних підприємств кондитерської промисловості характерна лише для ПАТ «Тернопільська кондитерська фабрика», оскільки дані підприємства мають достатньо високий показник економічної рентабельності сукупного капіталу і можуть формувати структуру джерел фінансування інвестиційної діяльності у співвідношенні 20:80.

Разом із тим, рівень фінансового ризику таких підприємств при формуванні структури капіталу 20:80 буде досить високим, що свідчитиме про значну залежність від зовнішніх кредиторів і неможливість своєчасно реагувати на зміни зовнішнього середовища.

Також в результаті проведеного аналізу з'ясовано, що чим більший обсяг позикових ресурсів, тим вищий рівень фінансового левериджу і більш мінливою є величина чистого прибутку. Співвідношення між позиковими та власними ресурсами (плече важеля) мультиплікує ефект, що отримується за рахунок відповідного диференціалу, проте збільшення плеча важеля (і відповідно фінансового ризику) має межі, оскільки зростання рентабельності власного капіталу відбувається до певного моменту, після якого така рентабельність набуває тенденцію до зниження.

Тому, ПрАТ «ВО «Конті» має обрати такий варіант структури джерел фінансування інвестиційної діяльності, що найбільше відповідає інвестиційній стратегії даного підприємства та схильності до ризику його менеджерів, а також ґрунтуватися на розумінні того, що позикові ресурси є не тільки прискорювачами інвестиційного розвитку, а й форсують зростання фінансового ризику.

За розрахованими даними додатку Д керівництву ПАТ Львівська кондитерська фірма «Світоч» доцільно здійснювати інвестиційну діяльність виключно за рахунок власних коштів, оскільки зі збільшенням частки позичених ресурсів, рентабельність власного капіталу починає зменшуватися, тобто використання позикових ресурсів буде недоцільним.

Наведені рекомендації стосуються також ПАТ «Київська кондитерська фабрика «Рошен», ПАТ «Кременчуцька кондитерська фабрика «Рошен», ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика», ПАТ «Маріупольська кондитерська фабрика «Рошен», ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Мукачєво, ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Дніпропетровськ, ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Донецьк, ПАТ «Кондитерська фабрика «Харків'янка», ПАТ «Запорізька кондитерська фабрика», ПАТ «Рівненська кондитерська фабрика», ПАТ Чернігівська кондитерська фабрика «Стріла» через не досить вагомий показник економічної рентабельності сукупного капіталу даних підприємств, значення якого у деяких підприємств знаходиться на рівні 6-17%.

Водночас, розрахункові дані додатку Д свідчать, що ПАТ «Харківська бісквітна фабрика» доцільно формувати структуру джерел фінансування інвестицій у пропорції 90:10. Керівництво ПАТ «Полтавакондитер» та ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Луганськ може залучити позикових інвестиційних ресурсів на рівні 30% загального обсягу капіталу, а решту профінансувати за рахунок власних коштів. При формуванні структури джерел фінансування інвестиційної діяльності у співвідношенні 60:40 у ПАТ «ВТКФ «Ласощі» рентабельність власного капіталу буде найвищою. Проте перевищувати рекомендовані пропорції залучення позикового капіталу досліджуваним підприємствам не варто, оскільки показник рентабельності власного капіталу набуватиме тенденцію до зниження.

Розрахований коефіцієнт фінансового левєриджу за формулою (3.10) з врахуванням середньозваженої вартості капіталу дозволяє

отримати результати доцільності залучення позикового капіталу, максимально наближені до дійсності.

Для здійснення ефективної політики формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємства ефект фінансового левериджу оптимально має дорівнювати $1/3 - 1/2$ рівня економічної рентабельності сукупного капіталу. Саме в такому разі ефект фінансового левериджу може компенсувати податкові платежі та забезпечити нормальний рівень віддачі на власні кошти. Крім того, за умови такого співвідношення між ефектом фінансового левериджу та економічною рентабельністю сукупного капіталу значно зменшується рівень ризику.

Отже, запропонований підхід дозволяє врахувати вплив окремих факторів при формуванні оптимальної структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємства.

ВИСНОВКИ

Монографія присвячена розгляду важливої економічної проблеми – вибору та формуванню оптимальної структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств кондитерської промисловості.

Проведене дослідження дозволило зробити ряд висновків теоретичного та практичного характеру, основні з яких зводяться до наступного:

1. Критичний аналіз існуючих наукових поглядів дав змогу уточнити економічну сутність інвестицій як майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються у розвиток різних сфер життя суспільства як з метою отримання прибутку, так і з метою підтримання функціонування життєво важливих для економіки об'єктів. Наведене визначення є достатньо повним і уточнює цілі інвестування.

2. Узагальнення точок зору сучасних вчених-економістів дозволило конкретизувати економічну сутність інвестиційної діяльності підприємства як системи економічних відносин, пов'язаних з динамічним процесом мобілізації інвестиційних ресурсів і їх трансформації в інвестиційні вкладення з метою приросту інвестованого капіталу у формі доходу і збільшення інвестиційної вартості підприємства.

3. Виходячи з розуміння джерел інвестиційної діяльності як джерел виникнення цінностей, що вкладаються в об'єкти інвестування, пропонується здійснювати групування джерел фінансування інвестиційної діяльності з врахуванням імовірності їх виникнення, виділяючи при цьому окремою групою епізодичні джерела інвестицій, до яких слід відносити прострочену кредиторську заборгованість; кошти, отримані як страхові відшкодування від аварій та стихійних лих; спонсорські та донорські кошти тощо. Разом з тим будь-яка класифікація джерел фінансування інвестиційної діяльності є умовною, оскільки існують джерела, що мають двоїстість щодо будь-якої ознаки.

4. У монографії розмежовано поняття «метод фінансування інвестицій» та «форма фінансування інвестицій». Під методом фінансування розуміється процес залучення інвестиційних ресурсів, під формою маються на увазі зовнішні прояви сутності методу фінансування. Деталізовано склад основних методів фінансування

інвестиційної діяльності підприємства: самофінансування, пайове фінансування, позикове фінансування, державне фінансування, лізинг, змішане фінансування та проектне фінансування. Реалізація цих методів здійснюється за допомогою відповідних форм. В монографії дана загальна характеристика основних методів та форм фінансування інвестиційної діяльності підприємств, розглянуто їх переваги та недоліки.

5. Досліджено наближені моделі і методи обґрунтування вибору джерел фінансування інвестиційної діяльності. Визначено, що переважна їх більшість базується на припущеннях, що обмежують їх використання для обґрунтування різних варіантів джерел фінансування інвестиційної діяльності. На нинішньому етапі найчастіше застосовується метод вибору джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств на основі розрахунку їх ціни.

6. Досліджено тенденції розвитку підприємств кондитерської промисловості і виявлено причини спаду виробництва кондитерських виробів у період з 1991 р. по 1996 р., а саме: припинення імпорту сировини, зростання темпів інфляції, незадовільний фінансовий стан та інтенсивне зношення основних виробничих засобів підприємств тощо. Починаючи з 1997 р. відбувається зростання обсягів виробництва кондитерських виробів, що обумовлювалося у тому числі й надходженням значних обсягів вітчизняних та іноземних інвестицій, які щорічно складали більше 200 млн. грн.

7. Результати дослідження формування джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств кондитерської промисловості показали, що основним джерелом фінансування інвестиційної діяльності підприємства є власні кошти у формі нерозподіленого прибутку та амортизаційних відрахувань. Проте темпи їх зростання не забезпечують повного покриття зростаючих інвестиційних потреб підприємств кондитерської промисловості, пов'язаних з їх розвитком і технічним переобладнанням. З метою забезпечення інвестиційних потреб підприємства активно використовують банківське кредитування та залучення інвестиційних ресурсів шляхом емісії акцій та облігацій. Крім того, підприємства кондитерської промисловості протягом тривалого періоду залишаються вагомим реципієнтом іноземних інвестицій.

8. З метою підвищення ефективності інвестиційної діяльності удосконалено теоретичні підходи щодо формування структури джерел інвестування підприємств, а саме: чітке формулювання

стратегічних інвестиційних цілей підприємства і пов'язаних з ними цілей у сфері фінансування; дослідження кількісного впливу факторів, що визначають структуру джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємства; моніторинг поточного стану ринку капіталу і тенденцій його розвитку; виявлення активних обмежень на формування структури інвестиційних ресурсів чи на певні види таких ресурсів, а також ідентифікація факторів, що визначають дані обмеження; побудова системи заходів впливу на ці фактори з метою їх зняття; вибір джерел фінансування інвестицій на основі обраного критерію оптимізації і системи активних для певного підприємства обмежень; зростання прозорості бізнесу і побудова ефективних взаємовідносин з інвесторами.

9. В рамках удосконалення системи формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності запропоновано використання теорії впорядкованого перебору С. Майєрса та Н. Майджлуфа, доповненої врахуванням впливу часткових та загальних обмежень на структуру джерел фінансування інвестиційної діяльності.

10. При виборі джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємствам рекомендується застосовувати методи теорії прийняття рішень, використовуючи при цьому процедуру лінійної інтерполяції для побудови узгодженої шкали для окремих критеріїв.

11. Запропоновано підхід щодо побудови оптимізації структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємства за критерієм максимізації рентабельності власного капіталу із врахуванням об'єктивних та суб'єктивних факторів, що впливають на формування структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємства. Авторський підхід використано для формування оптимальної структури джерел інвестування підприємств кондитерської промисловості з позиції рентабельності власного капіталу, що дає можливість керівництву підприємства приймати обґрунтовані рішення у сфері фінансування інвестиційної діяльності.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Андреева Т. Є. Ризик у ринковій економіці: навч. посіб. для вузів / Т. Є. Андреева, Т. Е. Петровська. – К. : Бурун Книга, 2005. – 128 с.
2. Аньшин В. М. Инвестиционный анализ: учеб.-практ. пособ. / В. М. Аньшин. – [3-е изд., испр.]. – М. : Дело, 2004. – 280 с. – (Сер. «Библиотека современного менеджера»).
3. Бард В. С. Финансово-инвестиционный комплекс: теория и практика в условиях реформирования российской экономики / В. С. Бард. – М. : Финансы и статистика, 1998. – 304 с.
4. Бардиш Г. О. Проектне фінансування: підруч. для студ. вищих навч. закл. / Г. О. Бардиш. – Нац. банк України. Львів. банк. ін-т. – Л. : ЛБІ НБУ, 2006. – 463 с.
5. Башнянин Г. І. Управління інвестиційною діяльністю промислового підприємства в конкурентному середовищі / Башнянин Г. І., Іванець Л. В., Футало Т. В. – Л. : Новий Світ, 2006. – 176 с.
6. Берсуцкий Я. Г. Принятие решений в управлении экономическими объектами: методы и модели / [Берсуцкий Я. Г., Лепа Н. Н., Забродский В. А. и др.] ; науч. ред. Я. Г.Берсуцкий. – Донецк, 2002. – 276 с.
7. Беленький П. Ю. Інвестиційно-інноваційне забезпечення конкурентоспроможності регіону / Беленький П. Ю., Шевченко-Марсель В. І., Другов О. О.; відп. ред. П. Ю. Беленький. – НАН України, Ін-т регіональних досліджень. – Львів, 2006. – 129 с.
8. Бирман Г. Экономический анализ инвестиционных проектов / Г. Бирман, С. Шмидт; пер. с англ. под ред. Л. П. Белых. – М. : Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. – 631 с.
9. Бланк И. Инвестиционный менеджмент: учеб. курс / И. Бланк. – К. : Эльга-Н, Ника-Центр, 2001. – 448 с.
10. Бланк И. А. Основы инвестиционного менеджмента. Т.1 / И. А. Бланк. – [2-е изд., перераб. и доп.]. – К. : Эльга, Ника-Центр, 2004. – 672 с.
11. Бланк И. А. Основы инвестиционного менеджмента. Т.2 / И. А. Бланк. – [2-е изд., перераб. и доп.]. – К. : Эльга, Ника-Центр, 2004. – 560 с.
12. Бланк И. А. Основы финансового менеджмента. Т.1 / И. А. Бланк. – [2-е изд., перераб. и доп.]. – К. : Эльга, Ника-Центр, 2004. – 624 с.

13. Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе / Акад. нар. хоз-ва при Правительстве Рос. Федерации ; [науч. ред. В. С. Автономов, Е. М. Майбурд; пер. с англ. Буклемишева О. В. и др.]. – [4-е изд.]. – М. : Дело Лтд, 1994. – 687 с. – (Зарубежный экономический учебник).
14. Богатин Ю. В. Оценка эффективности бизнеса и инвестиций / Ю. В. Богатин, В. А. Швандар. – М. : Финансы, ЮНИТИ-ДАНА, 1999. – 225 с.
15. Бондар М. І. Інвестиційна діяльність: методика та організація обліку і контролю: монографія / М. І. Бондар. – Держ. вищий навч. заклад «Київський національний економічний ун-т ім. Вадима Гетьмана». – К. : КНЕУ, 2008. – 256 с.
16. Борщ Л. М. Инвестування: теорія і практика: навч. посіб. / Л. М. Борщ. – К. : Знання, 2005. – 470 с. – (Вища освіта ХХІ століття).
17. Бочаров В. В. Корпоративные финансы / В. В. Бочаров, В. Е. Леонтьев. – СПб. : Питер, 2004. – 592 с.
18. Брагинский Л. Хозяйственный механизм в системе оптимального функционирования социалистической экономики / Л. Брагинский – М. : Наука, 1985. – 326 с.
19. Брейли Ричард Принципы корпоративных финансов / Брейли Ричард, Майерс Стюарт; пер. с англ. – М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997. – 483 с.
20. Бригхэм Ю. Ф. Энциклопедия финансового менеджмента / Ю. Ф. Бригхэм; пер. с англ. – М. : РАРС–Экономика, 1998. – 823 с.
21. Бутузов В. М. Правові основи інвестиційної діяльності: навч. посіб. для студ. ВНЗ / В. М. Бутузов, А. І. Марущак. – К. : КНТ, 2007. – 255 с.
22. Возняк Г. В. Інноваційна діяльність промислових підприємств та способи її фінансування в Україні: монографія / Г. В. Возняк, А. Я. Кузнєцова. – Нац. банк України, Ун-т банк. справи, Львів. ін-т банків. справи. – К. : УБС НБУ, 2007. – 183 с.
23. Ворсовський О. Л. Інвестиційні ресурси як основний елемент фінансового потенціалу інвестиційної діяльності підприємств / О. Л. Ворсовський // Інвестиції: практика та досвід. – 2007. – № 16. – С. 8–10.
24. Всемирная история экономической мысли: В 6 т. / МГУ им. М. В. Ломоносова; [Авдокушин Е. Ф., Агапова Т. А., Бузгалин А. В. и др.; гл. редкол. В. Н. Черковец и др.]. – М. : Мысль, 1997. – 781 с.

25. Галат Е. Сладка ли жизнь украинских кондитеров / Е. Галат // ПРОДУКТЫ&ИНГРЕДИЕНТЫ. – 2005. – Декабрь. – С. 32–34.
26. Герасимова С. В. Управління інвестиційною діяльністю акціонерних товариств: монографія / С. В. Герасимова. – К. : Знання, 2006. – 407 с.
27. Гитман Л. Дж. Основы инвестирования / Л. Дж. Гитман, М. Д. Джонк; пер. с англ. – М. : Дело, 1997. – 1008 с.
28. Городчук Я. Мода на премиум / Я. Городчук // ГВардия брендов «Всеукраинская рейтинговая программа 2008». – 2008. – Июнь. – С. 81–83.
29. Господарський кодекс України: від 16.01.2003 р. №436-IV // Відомості Верховної Ради. – 2003. – № 18. – ст. 19–20, 21–22. – Режим доступу: <http://www.rada.gov.ua>.
30. Греськів Т. С. Залучення інвестицій на підприємствах промисловості / Т. С. Греськів // Інвестиції: практика та досвід. – 2008. – № 6. – С. 19–23.
31. Гриньов А. В. Міжнародна інноваційно-інвестиційна діяльність України. Вектор розвитку: монографія / Гриньов А. В., Шершенюк О. М., Овчаренко С. В. – Харк. нац. автом.-дорож. ун-т. – Х. : ХНАДУ, 2008. – 208 с.
32. Гриньова В. М. Аналітичне забезпечення управління інвестиційною діяльністю підприємства / В. М. Гриньова, Л. В. Гриневич. – Х. : Видавництво ХНЕУ, 2007. – 256 с.
33. Гулькин П. Практическое пособие по первоначальному публичному предложению акций (ИПО) / П. Гулькин. – СПб. : Аналитический центр «Альпари СПб», 2004. – 238 с.
34. Гуткевич С. О. До питання інвестування підприємств / С. О. Гуткевич // Наук. праці Нац. ун-ту харч. технологій. – 2008. — № 27. – С. 35–37.
35. Гуткевич С. О. Інвестування: теорія і практика : навч. посібник для студ. вищ. навч. закладів / С. О. Гуткевич. Європ. ун-т. – К. : Видавництво Європейського університету, 2006. – 234 с.
36. Гуткевич С. О. Регулювання інвестиційного процесу в аграрному секторі економіки / С. О. Гуткевич // Наук. праці Нац. ун-ту харч. технологій. – 2007. – № 23. – С. 9–12.
37. Демчук Н. І. Фінансове забезпечення інвестиційної діяльності в аграрному секторі економіки / Н. І. Демчук // Інвестиції: практика та досвід. – 2008. – № 7. – С. 8–10.

38. Долан Э. Рынок: микроэкономическая модель / Э. Дж. Долан, Д. Линдсей; пер. с англ. В. Лукашевича и др.; под общ. ред. Б. Лисовика и В. Лукашевича. – М., 1996. – 496 с.
39. Донець Л. І. Економічні ризики та методи їх вимірювання: навч. посіб. / Л. І. Донець. – К. : Центр навчальної літератури, 2006. – 312 с.
40. Дука А. П. Теорія інвестиційної діяльності. Інвестування: навч. посіб. / А. П. Дука. – К. : Каравела, 2007. – 424 с.
41. Егизарян Б. К вопросу об уточнении понятия «капитальные вложения» / Б. Егизарян // Финансы СССР. – 1970. – № 10. – С. 37–40.
42. Економіка підприємства: підруч. / за заг. ред. С. Ф. Покропивного. – [вид. 2-ге, перероб. та доп.]. – К. : КНЕУ, 2000. – 528 с.
43. Економічна енциклопедія / за ред. С. В. Мочерного. – [у трьох томах]. – К. : Вид. центр «Академія», 2000. – 864 с.
44. Єлейко Я. І. Інвестиції, ризик, прогноз: навч. посіб. [для студ. екон. спец. вищ. навч. закл.] / Єлейко Я. І., Єлейко О. І., Раєвський К. Є. – Нац. банк України, Львів. банк. ін-т. – К. : Л., 2000. – 176 с.
45. Жуков В. В. Проектне фінансування: навч. посіб. для студ. вищ. навч. закл. / В. В. Жуков. – Харк. нац. екон. ун-т. – Х. : ВД «Інжек», 2006. – 248 с. – (Навчальне видання).
46. Загородній А. Г. Інвестиційний словник: навч. посіб. / Загородній А. Г., Вознюк Г. Л., Партин Г. О. – Л. : Видавництво «Бескид Біт», 2005. – 512 с.
47. Загородній А. Г. Менеджмент реальних інвестицій: навч. посіб. / А. Г. Загородній, Ю. І. Стадницький. – К. : Знання, 2000. – 210 с. – (Вища освіта ХХІ століття).
48. Зеленкова Н. М. Финансирование и кредитование капитальных вложений: учеб. / Н. М. Зеленкова. – [3-е изд., перераб. и доп.]. – М. : Финансы и статистика, 1990. – 221 с.
49. Зенкова И. А. Инвестиционный механизм комплексного развития АПК / И. А. Зенкова. – М. : Наука, 1990. – 124 с.
50. Золотогоров В. Г. Инвестиционное проектирование: учеб. пособ. / В. Г. Золотогоров. – М. : ИП «Экоперспектива», 1998. – 463 с.
51. Зуллас К. Г. Финансирование и кредитование капитальных вложений / К. Г. Зуллас. – К. : Вища шк., 1976. – 284 с.

52. Ивашковская И. От финансового рычага к оптимизации структуры капитала компании / И. Ивашковская // Управление компанией. – 2004. – № 11. – С. 18.
53. Ізмайлова О. В. Методи прийняття багатокритерійних рішень в інформаційних системах: навч. посіб. [для студ. ф-ту автоматизації буд. вир-ва] / О. В. Ізмайлова. – Київ. держ. техн. ун-т буд-ва і архіт. – К., 2002. – 111 с.
54. Інвестиційний менеджмент на підприємстві: навч. посіб. / [Ушакова Н. М., Бланк І. О., Кукурудза Л. О., Гуляєва Н. М.]. – К. : Київ. держ. торг.-екон. ун-т, 1995. – 64 с.
55. Інвестування української економіки: монографія / за ред. А. І. Сухорукова. – К. : Національний інститут проблем міжнародної безпеки, 2005. – 440 с.
56. Кабирова Н. Украинские корабейники / Н. Кабирова // ГВардия брендов «Всеукраинская рейтинговая программа 2007». – 2007. – Май. – С. 70–71.
57. Каламбет С. В. Податкові аспекти регулювання інвестиційної діяльності підприємств у регіоні / С. В. Каламбет, А. В. Антонов. – Д. : Пороги, 2004. – 168 с.
58. Катан Л. І. Фінансування і кредитування підприємств АПК: теорія і практика : [навч. посіб. для підгот. бакалаврів з напрямку 0501 «Економіка і підприємство» у вищих навч. закладах II-IV рівнів акредитації] / Л. І. Катан, К. М. Жиленко. – Суми : Довкілля, 2006. – 182 с.
59. Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег / Джон Кейнс; [пер. с англ. Н. Н. Любимов]. – М. : Гелиос АРВ, 1999. – 352 с.
60. Кириленко О. П. Теорія і практика бюджетних інвестицій / О. П. Кириленко, Б. С. Малиняк. – Т. : Економічна думка, 2007. – 288 с.
61. Киселёв В. Ю. Высшая математика. Первый семестр: Интерактивный компьютерный учебник / Киселёв В. Ю., Пяртли А. С., Калугина Т. Ф. – Иван. гос. энерг. ун-т. – Иваново, 2002. – Режим доступа: <http://elib.ispu.ru/library/math/sem1/index.html>.
62. Кісіль М. І. Ефективність інвестицій сільськогосподарських виробничих кооперативів / М. І. Кісіль, О. В. Ролінський. – К. : ННЦ «Інститут аграрної економіки», 2006. – 227 с.
63. Клейнер Я. С. Прийняття рішень: моделі і системи : [навч. посіб. для студ. вищ. навч. закл.] / Я. С. Клейнер. – Донец. держ. ун-т упр. – Донецьк, 2005. — 230 с.

64. Кныш М. И. Стратегическое планирование инвестиционной деятельности: учеб. пособ. / Кныш М. И., Перекатов Б. А., Тютиков Ю. П. – СПб. : Изд. дом «Бизнес-Пресса», 1998. – 315 с.
65. Ковалев В. В. Методы оценки инвестиционных проектов / В. В. Ковалев. – М. : Финансы и статистика, 1998. – 141 с.
66. Ковалев В. В. Финансовый анализ. Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности / В. В. Ковалев. – М. : Финансы и статистика, 1996. – 432 с.
67. Коваленко А. Стараемся опережать время и конкурентов / А. Коваленко // Информационно-аналитический журнал «FOOD & DRINKS». – 2007. – № 1. – С. 28–31.
68. Комірна В. В. Оцінювання джерел фінансування виробничо-господарської діяльності підприємств / В. В. Комірна // Інвестиції: практика та досвід. – 2008. – № 16. – С. 26–29.
69. Кравцов И. И. Полные капитальные вложения в отрасли промышленности / И. И. Кравцов. – М. : Наука, 1973. – 132 с.
70. Крамаренко Г. О. Фінансовий менеджмент: підруч. / Г. О. Крамаренко, О. Є. Чорна. – К. : Центр навчальної літератури, 2006. – 520 с.
71. Краткий экономический словарь / [под ред. Ю.А. Белика и др.] – М. : Политиздат, 1987. – 397 с.
72. Крупка Я. Д. Прогресивні методи оцінки та обліку інвестиційних ресурсів / Я. Д. Крупка. – Тернопіль : Екон. думка, 2000. – 332 с.
73. Крутик А. Б. Инвестиции и экономический рост предпринимательства / А. Б. Крутик, Е. Г. Никольская. – СПб. : Изд-во «Лань», 2000. – 544 с. – (Серия «Учебник для вузов. Специальная литература»).
74. Кублікова Т. Б. Інвестиції на ринку цінних паперів: підруч. / Т. Б. Кублікова, В. К. Кубліков. – Нац. акад. держ. управ. при Президентові України, Одеський регіон. ін-т держ. управління, Одеський держ. екон. ун-т. – О. : Видавництво ОРІДУ НАДУ, 2006. – 424 с.
75. Кузнєцова А. Я. Фінансування інвестиційно-інноваційної діяльності / А. Я. Кузнєцова. – НАН України, Ін-т екон. прогноз., Нац. банк України, Львів. банк. ін-т. – Л. : ЛБІ НБУ, 2005. – 319 с.
76. Кулагин О.А. Принятие решений в организациях : учеб. пособ. / О. А. Кулагин. – СПб. : Изд. дом «Сентябрь», 2001. – 146 с.

77. Лановий В. Інвестиції та розвиток / В. Лановий, В. Дубровський. – К. : Центр Ринкових реформ, 2002. – 86 с.
78. Ларичев О. И. Теория и методы принятия решений, а Также Хроника событий в Волшебных Странах: учеб. / О. И. Ларичев. – М. : Логос, 2000. – 296 с.
79. Липсиц И. В. Экономический анализ реальных инвестиций: учеб. / И. В. Липсиц, В. В. Коссов. – [2-е изд., доп. и перераб.] – М. : Экономистъ, 2003. – 347 с.
80. Лисицына Е. В. Образовательный курс финансового управляющего / Е. В. Лисицына. – Финансовый менеджмент. – 2005. – № 1. – Режим доступа: <http://www.dis.ru/library/fm/archive/2005/1/3937.html> «Издательская группа «Дело и сервис».
81. Литовских А. М. Финансовый менеджмент: конс. лекций / А. М. Литовских. – Таганрог : Изд. ТРТУ, 1999. – 76 с. – Режим доступа: <http://www.aup.ru/books/m68/> «Административно-управленческий портал».
82. Лихолоб Н. Карамельное эхо / Н. Лихолоб // Информационно-аналитический журнал «FOOD & DRINKS». – 2007. – № 22. – С. 80–87.
83. Лихолоб Н. Карамельные потери / Н. Лихолоб // Информационно-аналитический журнал «FOOD & DRINKS». – 2006. – № 2. – С. 50–56.
84. Лихолоб Н. Кондитеры подвели итоги: стоимость растет, объемы сокращаются / Н. Лихолоб // Информационно-аналитический журнал «FOOD & DRINKS». – 2006. – № 12. – С. 76–85.
85. Лихолоб Н. Украинские кондитеры инвестируют за рубежом / Н. Лихолоб // Информационно-аналитический журнал «FOOD & DRINKS». – 2006. – № 10. – С. 62–69.
86. Лихолоб Н. Украинские кондитеры осели в ЕС / Н. Лихолоб // Информационно-аналитический журнал «FOOD & DRINKS». – 2006. – № 8. – С. 40–48.
87. Лихолоб С. Сладкое мучное полнит. Бюджеты... / С. Лихолоб // Информационно-аналитический журнал «FOOD & DRINKS». – 2008. – № 1–2. – С. 72–87.
88. Лукасевич И. Я. Собственные источники финансирования предприятий / И. Я. Лукасевич. – Режим доступа:

http://www.elitarium.ru/2008/04/25/istochniki_finansirovaniya.html
«Элитариум: Центр дистанционного образования».

89. Лушкін В. А. Інвестиції та економічний розвиток / В. А. Лушкін. – Житомир : Житомир, 2002. – 256 с.
90. Майорова Т. В. Інвестиційна діяльність: навч. посіб. / Т. В. Майорова. – Київ : «Центр навчальної літератури», 2004. – 376 с.
91. Малашихина Н. Н. Риск-менеджмент: учеб. пособ. / Н. Н. Малашихина, О. С. Белокрылова. – Ростов н/Д : «Феникс», 2004. – 320 с. (Серия «Учебники высшей школы»).
92. Маренков Н. Л. Инвестиции для студентов вузов / Н. Л. Маренков. – Ростов н/Д : Фенікс, 2004. – 224 с. – (Серия «Шпаргалки»).
93. Маршалл А. Принципы экономической науки: В 3 т. / А. Маршалл. – М. : Прогресс. Универс. 1993.
94. Массе П. Критерии и методы оптимального определения капитальных вложений / Массе Пьер; [пер. с франц. Ф. Р. Окуневой и А. И. Гладишевского. Науч. ред и вступит. статья А. В. Жданко]. – М. : «Статистика», 1971. – 503 с.
95. Матькин Ю. А. Инвестиционная деятельность в условиях перехода к регулируемой рыночной экономике в СССР / Ю. А. Матькин // Экономика строительства. – 1990. – № 11. – С. 20–25.
96. Мацибора Т. В. Іноземні інвестиції в АПК України: монографія / Т. В. Мацибора. – К. : ННЦІАЕ, 2008. – 186 с.
97. Мелкумов Я. С. Организация и финансирование инвестиций: учеб. пособ. / Я. С. Мелкумов. – М. : ИНФРА-М, 2002. – 248 с. – (Серия «Высшее образование»).
98. Мертенс О. В. Инвестиции: курс лекций по современной финансовой теории / О. В. Мертенс. – К. : Киевское инвестиционное агентство, 1997. – XVI, 416 с.
99. Микитюк П. П. Аналіз впливу інвестицій та інновацій на ефективність господарської діяльності підприємства / П. П. Микитюк. – Терн. нац. екон. ун-т. – Т. : Економічна думка, 2007. – 295 с.
100. Миркин Я. Методические рекомендации для эмитентов по подготовке IPO / Я. Миркин, С. Лосев // Корпоративные стратеги : правовые, управленческие, финансовые аспекты. – Ч. 1. – 2006. – № 2. – С. 2–3.
101. Мишутин Д. Ю. Оптимизация структуры источников финансирования крупных инвестиционных проектов / Д. Ю.

Мишутин. — Режим доступу:
<http://liber.rsuh.ru/Conf/ComplexsystemII/mishutin.htm>

102. Модильяни Ф. Сколько стоит фирма? Теорема ММ / Ф. Модильяни, М. Миллер; пер. с англ. — [2-е изд.]. — М. : Дело, 2001. — 272 с.
103. Новожилов В. В. Методы соизмерения народнохозяйственной эффективности плановых и проектных вариантов / В. В. Новожилов // Труды Ленингр. политех. ин-та. Разд. экон. наук. 1939. — № 4. — С. 3–23.
104. Норткотт Д. Принятие инвестиционных решений / Д. Норткотт; [пер. с англ.]. — М. : Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. — 247 с.
105. Ожегов С. И. Словарь русского языка: Ок. 57000 слов / С. И. Ожегов; под ред. докт. філол. наук, проф. Н. Ю. Шведовой. — [15-е изд., стереотип.]. — М. : Рус.яз., 1984. — 816 с.
106. Онишко С. В. Фінансове забезпечення інноваційної діяльності: навч. посіб. для студ. ВНЗ / Онишко С. В., Паєнтко Т. В., Швабій К. І. — К. : КНТ, 2008. — 255 с.
107. Орлов А. И. Нечисловая статистика / А. И. Орлов. — М. : МЗ-Пресс, 2004. — 516 с.
108. Орлов А. И. Теория принятия решений: учеб. пособ. / А. И. Орлов. — М. : Издательство «Март», 2004. — 656 с.
109. Осецький В. Л. Інвестиції та інновації: проблеми теорії і практики / В. Л. Отецький. — К. : ІАЕ УААН, 2003. — 413 с.
110. Пересада А. А. Інвестиційний аналіз: підруч. / Пересада А. А., Коваленко Ю. М., Онікієнко С. В. — К. : КНЕУ, 2003. — 485 с.
111. Пересада А. А. Управління інвестиційним процесом / А. А. Пересада. — К. : Лібра, 2002. — 472 с.
112. Пересада А. А. Фінансові інвестиції: підруч. / А. А. Пересада, Ю. М. Коваленко. — Київ. нац. екон. ун-т ім. Вадима Гетьмана. — К. : КНЕУ, 2006. — 728 с.
113. Петрович О. От модерна к традициям и наоборот / О. Петрович // Издательский дом «Продукты питания». — 2007. — № 10. — С. 16–27.
114. Пехник А. В. Іноземні інвестиції в економіку України: навч. посіб. / А. В. Пехник. — Львів. нац. ун-т ім. Івана Франка. Факультет міжнародних відносин. — К. : Знання, 2007. — 335 с.
115. Петухова О. М. Вплив іноземного інвестування на розвиток харчової промисловості України / О. М. Петухова, Г. В. Сілакова //

- Наук. праці Нац. ун-ту харч. технологій. – 2005. – № 16. – С. 183–186.
116. Петухова О. М. Джерела фінансування інвестиційної діяльності підприємств в період поглиблення ринкових реформ / О. М. Петухова, Г. В. Сілакова : тези доп. Всеукр. наук.-практ. конф. [«Організаційно-правові та фінансово-економічні проблеми адаптації підприємств АПК до ринкових умов господарювання та шляхи їх вирішення»], (Київ, 19–20 трав. 2005 р.) / М-во освіти і науки України, М-во агропром. політики України, Нац. ун-т харч. технологій. – К. : НУХТ, 2005. – 10 с.
117. Петухова О. М. Система фінансового забезпечення інвестиційної діяльності / О. М. Петухова, Г. В. Сілакова // Наук. праці Нац. ун-ту харч. технологій. – 2005. – № 17. – С. 35–38.
118. Податковий кодекс України: від 02.12.10 № 2755-VI // Відомості Верховної Ради. – 2011. – № 13–14, № 15–16, № 17. – ст. 112. – Режим доступу: <http://rada.gov.ua>.
119. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 2 «Баланс»: Положення від 31.03.1999 р. № 87 зі змінами і доповненнями // Наказ Міністерства фінансів України. – 1999. – № 87. – Режим доступу: <http://www.rada.gov.ua>.
120. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 4 «Звіт про рух грошових коштів»: Положення від 31.03.1999 р. № 87 зі змінами і доповненнями // Наказ Міністерства фінансів України. – 1999. – № 87. – Режим доступу: <http://www.rada.gov.ua>.
121. Пономаренко В. С. Економічні та соціальні аспекти управління інвестиційною діяльністю / [Пономаренко В. С., Гриньова В. М., Лисиця Н. М., Ястремська О. М.]. – Х. : ХДЕУ, 2003. – 180 с.
122. Про акціонерні товариства: Закон України від 17.09.2008 р. №514-VI // Відомості Верховної Ради. – 2008. – № 50–51. – с. 384. – Режим доступу: <http://www.rada.gov.ua>.
123. Про інвестиційну діяльність: Закон України від 18.09.91 №1561-12 із змінами і доповненнями // Відомості Верховної Ради. – 1991. – № 47. – с. 640–646, ст. 1. – Режим доступу: <http://www.rada.gov.ua>.
124. Про Концепцію амортизаційної політики: Указ Президента України від 7 березня 2001 року №169/2001. – Режим доступу: <http://www.rada.gov.ua>.

125. Про режим іноземного інвестування: Закон України від 19.03.96 №93/96-ВР із змінами і доповненнями // Відомості Верховної Ради. – 1996. – № 19. – ст. 80. – Режим доступу: <http://www.rada.gov.ua>.
126. Про спеціальний режим інвестиційної діяльності на території міста Харкова: Закон України № 1714 від 11.05.2000 р із змінами і доповненнями // Відомості Верховної Ради. – 2000. – № 32. – Ст. 259. – Режим доступу: <http://www.rada.gov.ua>.
127. Про фінансовий лізинг: Закон України від 11.12.03 р. №1381-IV, ст. 1. – Режим доступу: <http://www.rada.gov.ua>.
128. Просяник В. М. Інвестиційні ресурси: теоретичний та прикладний аналіз / В. М. Просяник. – Х. : Гриф, 2001. – 78 с.
129. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23.02.2006 р. №3480-IV із змінами і доповненнями // Відомості Верховної Ради. – 2006. – № 31. – ст. 268. – Режим доступу: <http://www.rada.gov.ua>.
130. Прядко В. В. Вибір оптимальних джерел фінансування інноваційних процесів на підприємствах харчової промисловості України / В. В. Прядко, Н. Остапченко // Економіка: проблеми теорії та практики : зб. наук. праць. – Випуск 21. 9. Т.V. ДНУ. – Дніпропетровськ. – 2004. – С. 1275–1279.
131. Прядко В. В. Ефективність виробництва в умовах активізації підприємництва / В. В. Прядко // Львів. держ. фін. акад. Вісник. Економічні науки, № 6, 2005. – С. 142–151.
132. Прядко В. В. Тенденції інвестиційної діяльності в Україні / В. В. Прядко // Вісник Дніпропетр. держ. фін.-екон. ін-ту. – Економічні науки. – 2002. – № 2 (8). – С. 55–57.
133. Прядко В. В. Оцінка ефективності діяльності підприємств промислово-фінансових груп харчової промисловості: теорія і практика: монографія / [Прядко В. В., Череп А., Олейнікова Л. Г., Брутян К. С.]. – Чернівці : видавництво Кондратьєва А. В., 2008. – 314 с.
134. Ример М. И. Экономическая оценка инвестиций / Ример М. И., Касатов А. Д. Матиенко Н. Н.; под общ. ред. М. И. Римера. – СПб. : Питер, 2005. – 480 с. – (Серия «Учебное пособие»).
135. Розенберг Дж. М. Инвестиции: Терминологический словарь / Дж. М. Розенберг. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 400 с.
136. Рошило В. І. Джерела фінансування інноваційного розвитку підприємств / В. І. Рошило. – Чернівці : Книги-XXI, 2006. – 272 с.

137. Савицька Г. В. Економічний аналіз діяльності підприємства: навч. посіб. / Г. В. Савицька. – [2-ге вид., випр. і доп.]. – К. : Знання, 2005. – 662 с. – (Вища освіта XXI століття).
138. Савчук В. П. Практическая энциклопедия. Финансовый менеджмент / В. П. Савчук. – К. : Издательский дом «Максимум», 2006. – 884 с.
139. Сазонец І. Л. Інвестиційна діяльність корпорацій: навч. посіб. / І. Л. Сазонець, О. Д. Сучкова. – Міжрегіон. акад. управ. персоналом. – К. : МАУП, 2007. – 192 с.
140. Салига К. С. Ефективність реальних інвестицій: монографія / К. С. Салига. – Гуман. ун-т «Запорізький ін-т держ. та муніципального управління». – Запоріжжя : ГУ «ЗІДМУ», 2007. – 284 с.
141. Сілакова Г. В. Альтернативні джерела фінансування інвестиційної діяльності підприємств / Г. В. Сілакова : матеріали Всеукр. наук.-практ. конф. [«Актуальні проблеми і прогресивні напрямки управління економічним розвитком вітчизняних підприємств»], (Кривий Ріг, 21–22 трав. 2009 р.) / М-во освіти і науки України, Київ. нац. екон. ун-т ім. В. Гетьмана, Криворіз. екон. ін-т ДВНЗ «КНЕУ ім. В. Гетьмана», Криворіз. тех. ун-т. У 2 т. Т. 2. – Кривий Ріг : КЕІ КНЕУ, 2009. – С. 78–80.
142. Сілакова Г. В. Емісійне фінансування інвестиційної діяльності підприємств / Г. В. Сілакова : тези доп. IV Міжнар. наук.-практ. конф. [«Проблеми економіки підприємств в умовах сталого розвитку»], (Київ, 3–4 квіт. 2008 р.) / М-во освіти і науки України, М-во агропром. політики України, Нац. ун-т харч. технологій. – К. : НУХТ, 2008. – 22 с.
143. Сілакова Г. В. Залучення іноземних інвестицій для розвитку української економіки / Г. В. Сілакова : матеріали V Всеукр. наук.-практ. конф. [«Фінансово-економічні проблеми розвитку регіонів України»], (Дніпропетровськ, 26 жовт. 2004 р.) / Дніпропетр. нац. ун-т, Ін-т екон. Т. III. – Дніпропетровськ : Наука і освіта, 2004. – С. 183–185.
144. Сілакова Г. В. Лізинг як альтернативне джерело фінансування інвестиційної діяльності / Г. В. Сілакова // Наук. праці Нац. ун-ту харч. технологій. – 2006. – № 18. – С. 123–126.
145. Сілакова Г. В. Облігаційна позика як джерело фінансування інвестиційної діяльності підприємств / Г. В. Сілакова // Наук. праці

- Нац. ун-ту харч. технологій. – «Економіка». – 2007. – № 21. – С. 99–102.
146. Сілакова Г. В. Оптимізація структури джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств / Г. В. Сілакова // Вісник Східноєвроп. ун-ту екон. і менеджменту. – Випуск 1 (4). – 2009. – С. 178–183.
147. Сілакова Г. В. Оптимізація структури інвестиційних ресурсів підприємств / Г. В. Сілакова : матеріали XIV Міжнар. наук.-практ. конф. [«Перспективи розвитку економіки України: теорія, методологія, практика»], (Луцьк, 26–27 трав. 2009 р.) / М-во освіти і науки України, Волин. нац. ун-т ім. Лесі Українки. – Луцьк : РВВ «Вежа» ВНУ ім. Лесі Українки, 2009. – С. 247–248.
148. Сілакова Г. В. Первинне публічне розміщення акцій (ІРО) як перспектива фінансування інвестиційної діяльності підприємств / Г. В. Сілакова // Економіка: проблеми теорії та практики : зб. наук. праць. – Випуск 239 : В 5 т. – Т. І. – Дніпропетровськ : ДНУ, 2008. – 263 с. – С. 197–206.
149. Сілакова Г. В. Роль інвестицій у розвитку кондитерської промисловості України / Г. В. Сілакова : тези доп. III Міжнар. наук.-практ. конф. [«Проблеми економіки підприємств в умовах сталого розвитку»], (Київ, 15–16 берез. 2007 р.) / М-во освіти і науки України, М-во агропром. політики України, Нац. ун-т харч. технологій. – К. : НУХТ, 2007. – 14 с.
150. Сілакова Г. В. Структурна трансформація джерел фінансування інвестиційної діяльності в умовах адаптації до ринкових умов господарювання / Г. В. Сілакова : матеріали IX Міжнар. наук.-техніч. конф. [«Нові технології та технічні рішення в харчовій та переробній промисловості: сьогодення і перспективи»], (Київ, 17–19 жовт. 2005 р.) / М-во освіти і науки України, Нац. ун-т харч. технологій. – К. : НУХТ, 2005. – С. 68–69.
151. Сілакова Г. В. Сучасний стан та проблеми розвитку кредитного фінансування підприємств харчової промисловості / Г. В. Сілакова // Наук. праці Нац. ун-ту харч. технологій. – Ч. II «Фінанси. Менеджмент». – 2006. – № 19. – С. 52–55.
152. Сілакова Г. В. Сучасні тенденції іноземного інвестування в економіку України / Г. В. Сілакова // Економіка: проблеми теорії та практики : зб. наук. праць. – Випуск 197 : В 5 т. – Т. II. – Дніпропетровськ : ДНУ, 2004. – 260 с. – С. 480–485.

153. Сілакова Г. В. Формування джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств на сучасному етапі розвитку ринкових відносин / Г. В. Сілакова : тези доп. Всеукр. наук.-практ. конф. [«Управління організаційно-технічними та фінансово-економічними змінами на промислових підприємствах»], (Київ, 23–24 берез. 2006 р.) / М-во освіти і науки України, М-во агропром. політики України, Нац. ун-т харч. технологій. – К. : НУХТ, 2006. – 31 с.
154. Скону Т. Управленческий учет / Т. Скону; [пер. с англ. под ред. Н. Д. Эриашвили]. – М. : ЮНИТИ, 1997. – 179 с.
155. Сладкая П. Сладость бытия / П. Сладкая // ГВардия корпораций «Всеукраинская рейтинговая программа 2007». – 2007. – Октябрь. – С. 108–109.
156. Словник іншомовних слів / [за ред. академіка АН УРСР О. С. Мельничука]. – вид. друге, випр. і доп. – К. : Головна редакція Української Радянської Енциклопедії, 1985. – 966 с.
157. Справочник по финансово-экономическим расчетам в строительстве / под ред. М.Х. Лapidуса. – М. : Финансы и статистика, 1987. – 450 с.
158. Станиславчик Е. Н. Риск-менеджмент на предприятии. Теория и практика / Е. Н. Станиславчик. – М. : «Ось-89», 2002. – 80 с.
159. Статистичний бюлетень «Капітальні інвестиції в Україні за 2007 рік» / Держкомстат України. За ред. Л. М. Овденко. – К., 2008. – 64 с.
160. Статистичний збірник «Капітальні інвестиції в Україні у 2002-2006 рр.» / Держкомстат України. За ред. Н. Г. Луценко. – К., 2007. – 172 с.
161. Статистичний збірник «Промисловість України у 2001-2007 роках» / Держкомстат України. За ред. Л. М. Овденко. – К., 2008. – 305 с.
162. Статистичний щорічник України за 2007 рік / Держкомстат України. За ред. О. Г. Осауленка. – К. : Техніка, 2008. – 572 с.
163. Татаренко Н. О. Теорії інвестицій: навч. посіб. / Н. О. Татаренко, А. М. Поручник. – К. : КНЕУ, 2000. – 160 с.
164. Тумусов Ф. С. Инвестиционный потенциал региона: теория, проблемы, практика / Ф. С. Тумусов. – М. : Экономика, 1999. – 272 с.
165. Уляницкий Д. Украинский пищепром остается инвестиционно привлекательным / Д. Уляницкий // Информационно-

- аналитический журнал «FOOD & DRINKS». – 2006. – № 8. – С. 8–13.
166. Уотермен Р. Фактор обновления / Р. Уотермен; [пер. с англ., под общей ред. В. Т. Рысина]. – М. : Прогресс, 1988. – 368 с.
167. Уотшем Т. Дж. Количественные методы в финансах: учеб. пособ. для вузов / Т. Дж. Уотшем, К. Паррамоу; пер. с англ. под ред. М. Р. Ефимовой. – М. : Финансы, ЮНИТИ, 1999. – 527 с.
168. Управление инвестициями: В 2-х т. Т. 2 / [В. В. Шеремет, В. М. Павлюченко, В. Д. Шапиро и др.]. – М. : Высшая школа, 1998. – 512 с.
169. Финансирование и кредитование капитальных вложений / под ред. П. Д. Подшиваленко. – М. : Финансы и статистика, 1983. – 283 с.
170. Финансирование инновационных проектов. – Режим доступа: <http://enterbusiness.net/finansirovanie-innovacionnyx-proektov/>
171. Фомичев А. Н. Риск-менеджмент: учеб. пособ. / А. Н. Фомичев. – М. : Издательско-торговая корпорация «Дашков и К^о», 2004. – 292 с.
172. Хачатуров Т. С. Эффективность капитальных вложений / Т. С. Хачатуров. – М. : Экономика, 1979. – 336 с.
173. Цивільний кодекс України: від 16.01.2003 р. №435-IV // Відомості Верховної Ради. – 2003. – №40–44. – ст. 356. – Режим доступу: <http://www.rada.gov.ua>.
174. Чабан В. Г. Вибір джерела фінансування інноваційної діяльності / В. Г. Чабан // Формування ринкових відносин в Україні : зб. наук. праць. Випуск 4. – К., 2006. – С. 61–64.
175. Чабан В. Г. Державне регулювання інвестиційної діяльності / В. Г. Чабан // Вісник Сумського нац. аграр. ун-ту. – 2002. – № 1. – С. 107–110.
176. Чабан В. Г. Інвестиції як основний чинник довгострокового фінансування / В. Г. Чабан // Економіка АПК. – 2002. – № 11. – С. 76–79.
177. Чабан В. Г. Іноземне інвестування: досягнення, проблеми, перспективи / В. Г. Чабан // Економіка та підприємництво : зб. наук. праць мол. вчених та аспір. Випуск 9. – К. : КНЕУ, 2002. – С. 3–8.
178. Черваньов Д. М. Менеджмент інвестиційної діяльності підприємств: навч. посіб. / Д. М. Черваньов. – К. : Знання-Прес,

2003. – 622 с. – (Київському національному університету імені Тараса Шевченка 170 років).
179. Черваньов Д. М. Менеджмент інноваційно-інвестиційного розвитку підприємств України / Д. М. Черваньов, Л. І. Нейкова. – К. : Т-во «Знання», КОО, 1999. – 514 с.
180. Чернявский В. Фактор времени в строительном деле / В. Чернявский // Коммунист. – 1980. – № 2. – С. 43.
181. Чумаченко М. Ще раз про амортизацію як важливе джерело інвестиційної діяльності підприємства / М. Чумаченко // Бухгалтерський облік і аудит. – 2004. – № 11. – С. 3–7.
182. Чумаченко Н. Амортизационные отчисления – существенный источник финансирования инвестиций предприятий / Н. Чумаченко // Бухгалтерский учет и аудит. – 2004. – № 8. – С. 6–8.
183. Шарп У. Инвестиции / Шарп У., Александер Г., Бейли Дж.; пер. с англ. – М. : ИНФРА-М, 1997. – XII, 1024 с.
184. Швиданенко Г. О. Управління капіталом підприємства: навч. посіб. / Г. О. Швиданенко, Н. В. Шевчук. – К. : КНЕУ, 2007. – 440 с.
185. Шевчук В. Я. Основы инвестиційної діяльності / В. Я. Шевчук, П. С. Рогожин. – К. : Генеза, 1997. – 384 с.
186. Шелудько В. М. Фінансовий менеджмент: підруч. / В. М. Шелудько. – К. : Знання, 2006. – 439 с. – (Вища освіта ХХІ століття).
187. Шкарпова О. Публічні гроші: ІРО – первинне публічне розміщення акцій серед інвесторів / О. Шкарпова // Контракти. – 2006. – № 6. – С.16–20.
188. Шмойлова Р. А. Теория статистики: учеб. / под ред. проф. Р. А. Шмойловой. – М. : Финансы и статистика, 1996. – 464 с.
189. Экономика отраслей АПК / [Минаков И. А., Куликов Н. И., Соколов О. В. и др.] ; под ред. И. А. Минакова. – М. : КолосС, 2004. – 464 с. – (Учебники и учеб. пособия для студентов высш. учеб. заведений).
190. Экономика предприятия / под ред. Беа Ф. К., Дихтла Э., Швайтцера М.; пер. с нем. – М. : ИНФРА-М, 1999. – XII, 928 с.
191. Як отримати іноземну інвестицію?!: практ. пос. для підприємців / [Петренко В. П., Шкутяк З. В. та ін.]. – Івано-Франківськ. : Регіональне агентство економічного розвитку, 1997. – 68 с.

192. Ямборко Г. Бухгалтерская амортизация основных средств: выбираем и учитываем / Г. Ямборко // Все о бухгалтерском учете. – 2006. – № 31. – С. 21–26.
193. Albach H. Investition und Liquidität. Die Planung des optimalen Investitions budgets. – Wiesbaden: Gabler, 1962. – 332 S.
194. Bliss J. H. Financial and Operating Ratios in Management. – New York: Ronald Press, 1923. – 618 p.
195. Dean J. Capital budgeting. – N.Y. : Colambia Univ. Press, 1951. – 147 p.
196. Dictionary Russian-English English-Russian / [Part I by E. Wedel, Ph.D., Part II by A. Romanov]. – К. : Репринтное издание осуществлено совместно издательством УСХА и торгово-издательской фирмой «Перун», 1993. – 592 с.
197. Fiszel H. Hutzeffekt und Optimum der Produktion. – Berlin: die Wirtschaft, 1969. – 238 S.
198. Hax H. Investitions und Finanzplanung mit Hilfe der linearen Optimierung // Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung. 16 Jg. 1964. – S. 430-446.
199. Majluf N., Myers S. Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have // Journal of Financial Economics, 13, 1984. – pp. 187-221.
200. Myers S. The capital structure puzzle // Journal of Finance, 39. – 1984. – pp. 575-592.
201. Rickey K. R. How Accountants Can Help Management Manage // N.A.A. Bulletin. –1963. – July. – pp. 25-36.
202. Weingartner H. M. Mathematical programming and the analysis of capital budgeting problems. – New Jersey : Prentice-Hall, Englewood Cliffs, 1963. – 200 p.
203. <http://www.avk.ua>
204. <http://www.biscuit.com.ua>
205. <http://www.konditerprom.ru>
206. <http://www.konti.com>
207. <http://www.proapk.com.ua>
208. <http://www.roshen.ua>
209. <http://www.svitoch.lviv.ua>
210. <http://www.ukr.rynok.biz>
211. <http://www.ukrstat.gov.ua/>

Додаток А

Таблиця А.1

Класифікація інвестицій підприємства за окремими ознаками

Ознаки класифікації інвестицій	Види інвестицій	Характеристика видів інвестицій
1	2	3
За об'єктами вкладення капіталу	Реальні (капіталоутворюючі)	Вкладення капіталу у матеріальні та нематеріальні активи.
	Фінансові	Вкладення капіталу в різноманітні фінансові інструменти інвестування, головним чином у цінні папери, з метою отримання доходу.
	Інноваційні	Вкладення у матеріальні та нематеріальні активи, пов'язані з розробкою і впровадженням досягнень науково-технічного прогресу.
	Інтелектуальні	Вкладення в об'єкти інтелектуальної власності, що впливають з авторського права, винахідницького і патентного права, права на промислові зразки і корисні моделі.
За характером участі в інвестиційному процесі	Прямі	Безпосередня участь інвестора у виборі об'єктів інвестування і вкладення капіталу.
	Непрямі (опосередковані)	Вкладення капіталу інвестора із залученням фінансових посередників.
За ступенем залежності від доходів	Похідні	Прямо корелюють з динамікою обсягу чистого доходу (прибутку) через механізм його розподілу на споживання і збереження.
	Автономні	Вкладення капіталу, що ініційоване дією факторів, які не пов'язані з формуванням і перерозподілом чистого доходу (прибутку).

1	2	3
За відтворювальною направленістю	Валові	Загальний обсяг капіталу, що інвестується у відтворення основних засобів і нематеріальних активів за певний період.
	Реноваційні	Обсяг капіталу, що інвестується у просте відтворення основних засобів і нематеріальних активів, що амортизуються. У кількісному вираженні реноваційні інвестиції прирівнюються до суми амортизаційних відрахувань за певний період.
	Чисті	Обсяг капіталу, що інвестується у розширене відтворення основних засобів і нематеріальних активів. У кількісному вираженні чисті інвестиції являють собою суму валових інвестицій, що зменшена на суму амортизаційних відрахувань за всіма видами капітальних активів підприємства, що амортизуються за певний період.
По відношенню до підприємства-інвестора	Внутрішні	Вкладення капіталу у розвиток операційних активів підприємства-інвестора.
	Зовнішні	Вкладення капіталу у реальні активи інших підприємств чи фінансові інструменти інвестування, що емітуються іншими суб'єктами господарювання.
За термінами здійснення	Короткострокові	Вкладення капіталу строком до 1 року.
	Середньострокові	Вкладення капіталу на строк від 1 до 5 років.
	Довгострокові	Вкладення капіталу на строк понад 5 років.
	Безстрокові	Вкладення капіталу на невстановлений строк або на строк понад 10 років.

Продовження табл. А.1

1	2	3
За ступенем сумісності здійснення	Незалежні	Вкладення капіталу в об'єкти інвестування (інвестиційні проекти, фінансові інструменти), які можуть бути реалізовані як автономні (незалежні від інших об'єктів інвестування і не є взаємовиключні) у загальній інвестиційній програмі (інвестиційному портфелі) підприємства.
	Взаємозалежні	Вкладення капіталу в об'єкти інвестування, черговість реалізації і наступна експлуатація яких залежить від інших об'єктів інвестування і може здійснюватися лише у комплексі з ним.
	Взаємовиключні	Мають аналоговий характер за цілями їх здійснення, характеру технологій, номенклатурі продукції та іншим основним параметрам і потребують альтернативного вибору.
За рівнем доходності	Високодохідні	Вкладення капіталу в інвестиційні проекти чи фінансові інструменти, очікуваний рівень чистої інвестиційної прибутковості за якими значно перевищує середню норму цієї прибутковості на інвестиційному ринку.
	Середньодохідні	Очікуваний рівень чистої прибутковості за інвестиційними проектами і фінансовими інструментами інвестування цієї групи приблизно відповідає середній нормі прибутковості на інвестиційному ринку.
	Низькодохідні	Очікуваний рівень чистої інвестиційної прибутковості, як правило, значно нижчий середньої норми прибутковості.
	Бездохідні	Група об'єктів інвестування, вибір і реалізацію яких інвестор не пов'язує з отриманням інвестиційного прибутку.

1	2	3
За рівнем інвестиційного ризику	Безризикові	Вкладення коштів в такі об'єкти інвестування, за якими відсутній реальний ризик втрати капіталу чи очікуваного доходу і практично гарантовано отримання реальної суми чистого інвестиційного прибутку.
	Низькоризикові	Вкладення капіталу в об'єкти інвестування, ризик за якими значно нижчий за середньоринковий.
	Середньоризикові	Рівень ризику за об'єктами інвестування цієї групи приблизно відповідає середньоринковому.
	Високоризикові	Рівень ризику за об'єктами інвестування цієї групи значно вищий за середньоринковий.
	Спекулятивні	Вкладення капіталу в найбільш ризикові інвестиційні проекти або інструменти інвестування, за якими очікується найвищий рівень інвестиційного доходу.
За цілями інвестування	Прямі	Вкладення в статутний капітал господарюючого суб'єкта, в акції акціонерного товариства, які здійснюються як з метою отримання доходів у вигляді дивідендів, так і з метою отримання прав на участь в управлінні майном акціонерної компанії.
	Портфельні	Інвестиції, що здійснюються пасивним інвестором, який не прагне втручання в діяльність компанії, а метою якого є отримання невеликих, проте стабільних доходів.

1	2	3
За рівнем ліквідності	Високоліквідні	Об'єкти (інструменти) інвестування підприємства, які швидко можуть бути конвертовані у грошову форму (як правило, у строк до 1 місяця) без відчутних втрат своєї ринкової вартості.
	Середньоліквідні	Об'єкти (інструменти) інвестування підприємства, які можуть бути конвертовані у грошову форму без відчутних втрат своєї поточної вартості у строк від одного до шести місяців.
	Низьколіквідні	Об'єкти (інструменти) інвестування підприємства, які можуть бути конвертовані у грошову форму без відчутних втрат своєї ринкової вартості по закінченні певного періоду часу (від півроку і вище).
	Неліквідні	Види інвестування підприємства, які не можуть бути самостійно реалізовані (вони можуть бути продані на інвестиційному ринку лише в складі цілісного майнового комплексу).
За формами власності інвестиційних ресурсів	Приватні	Вкладення капіталу фізичними особами, а також юридичними особами недержавних форм власності.
	Державні	Вкладення капіталу державних підприємств, а також кошти державного бюджету різних його рівнів і державних позабюджетних фондів.
	Іноземні	Запозичені і кредитні ресурси міжнародних інвестиційних інституцій, зарубіжних корпорацій і фірм, спільних підприємств.
	Спільні (змішані)	Вкладення як приватного, так і державного капіталу в об'єкти інвестування підприємства.
За джерелами фінансування	Власні	Прибуток, амортизаційні відрахування, страхові відшкодування, заощадження і нагромадження фізичних та юридичних осіб.
	Залучені	Кошти, отримані від продажу акцій, пайові та інші внески громадян та юридичних осіб.
	Позичені	Банківські і державні кредити та позики.

Продовження табл. А.1

1	2	3
За характером використання капіталу в інвестиційному процесі	Початкові (нетто-інвестиції)	Використання щойно сформованого для інвестиційних цілей капіталу за рахунок як власних, так і позичених фінансових ресурсів.
	Реінвестиції	Повторне використання капіталу в інвестиційних цілях за умови їх попереднього вивільнення в процесі реалізації раніше обраних інвестиційних проектів, інвестиційних товарів чи фінансових інструментів.
	Екстенсивні	Інвестиції, що спрямовані на розширення виробничого потенціалу..
	Брутто-інвестиції	Включають нетто-інвестиції і реінвестиції, і таким чином являють собою сукупність інвестицій, що здійснюються при придбанні підприємства і пов'язаних з цим засобів виробництва, що вивільняються.
	Дезінвестиції	Процес вилучення раніше інвестованого капіталу із інвестиційного обороту без наступного його використання у інвестиційних цілях.
За регіональною належністю інвесторів	Національні (внутрішні)	Вкладення національного капіталу в різноманітні об'єкти інвестування резидентами певної країни.
	Іноземні (зовнішні)	Вкладення капіталу нерезидентами (юридичними і фізичними особами) в об'єкти (інструменти) інвестування певної країни.
За регіональною спрямованістю капіталу, що інвестується	Інвестиції на внутрішньому ринку	Вкладення капіталу як резидентів, так і нерезидентів на території даної країни.
	Інвестиції на міжнародному ринку	Вкладення капіталу резидентів даної країни за межами внутрішнього ринку.

1	2	3
За галузевою спрямованістю	Інвестиції у розрізі галузей і сфер діяльності у відповідності з їх класифікатором	Машинобудування та металообробка
		Торгівля та громадське харчування
		Обробна промисловість
		Промисловість будівельних матеріалів та ін.
За статусом інвестора	Індивідуальні	Вкладення капіталу фізичною особою
	Інституційні	Вкладення капіталу юридичною особою
За ринковим ефектом	Пасивні	Інвестиції підприємств, які забезпечують в кращому випадку збереження показників прибутковості вкладень в операції даного підприємства за рахунок заміни зношеного обладнання, підготовки нового персоналу взамін працівників, що звільнились тощо.
	Активні	Інвестиції, які забезпечують підвищення конкурентноздатності підприємства та його прибутковості у порівнянні з раніше досягнутими за рахунок впровадження нової технології, організації випуску товарів, що користуються попитом, захвата нових ринків або поглинання конкуруючих фірм.

1	2	3
За необхідністю здійснення	Обов'язкові	Необхідність здійснення пов'язана, наприклад, із задоволенням вимог в частині екологічних стандартів, безпеки продукції, інших умов діяльності, які не можуть бути забезпечені за рахунок тільки удосконалення менеджменту.
	Наступальні	Обумовлені пошуком нових технологій і розробок з метою підтримання високого науково-технічного рівня продукції, що виробляється.
	Оборонні	Спрямовані на зниження ризику щодо закупівлі сировини, комплектуючих, на стримування рівня цін, захисту від конкурентів і т.д.
	Соціальні	Мають на меті удосконалення умов діяльності персоналу.
	Представницькі	Спрямовані на підтримання іміджу підприємства.
За напрямками інвестування	Інвестиції у власну діяльність	Інвестиції у відтворення основних засобів, у розширення або підвищення ефективності власного виробництва.
	Інвестиції у діяльність інших суб'єктів господарювання	До таких інвестицій можна віднести придбання акцій інших підприємств з метою отримання прибутку у вигляді дивідендів, придбання облігацій інших підприємств або держави з метою отримання прибутку у вигляді проценту по облігаціям тощо.

* складено авторами за джерелами [2; 10; 17; 40; 54; 64; 90; 92; 118; 127; 129; 134]

Додаток Б

Таблиця Б.1

Обсяги та питома вага інвестицій в основний капітал за видами промислової діяльності

Вид діяльності	2002 р.		2003 р.		2004 р.		2005 р.		2006 р.		2007 р.	
	млн. грн.	питома вага, %	млн. грн.	питома вага, %	млн. грн.	питома вага, %	млн. грн.	питома вага, %	млн. грн.	питома вага, %	млн. грн.	питома вага, %
Добувна промисловість	3819	25,27	4523	22,93	6345	22,51	8107	23,14	8594	19,18	12142	18,87
Переробна промисловість, в тому числі	8433	55,80	11659	59,10	16663	59,11	22399	63,94	30113	67,21	44823	69,66
виробництво харчових продуктів, напоїв та тютюнових виробів	3086	20,42	4109	20,83	5016	17,79	6418	18,32	8290	18,50	11830	18,39
Виробництво та розподілення електроенергії, газу та води	2860	18,93	3544	17,97	5183	18,39	4525	12,92	6096	13,61	7376	11,46
Всього	15112	100	19726	100	28191	100	35031	100	44804	100	64341	100

*Розраховано за даними Державної служби статистики України [162; 211]

Таблиця Б.2

Обсяг та питома вага чистого прибутку (збитку) у чистому доході підприємств кондитерської промисловості за 2002-2007 рр.

Підприємство	2002 р.		2003 р.		2004 р.		2005 р.		2006 р.		2007 р.		Відхилення 2007 р. від 2002 р.	
	Чистий прибуток (збиток), тис. грн.	Питома вага у чистому доході, %	Чистий прибуток (збиток), тис. грн.	Питома вага у чистому доході, %	Чистий прибуток (збиток), тис. грн.	Питома вага у чистому доході, %	Чистий прибуток (збиток), тис. грн.	Питома вага у чистому доході, %	Чистий прибуток (збиток), тис. грн.	Питома вага у чистому доході, %	Чистий прибуток (збиток), тис. грн.	Питома вага у чистому доході, %	За чистим прибутком (збитком), тис. грн.	За питомою вагою у чистому доході, %
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
ПАТ «Київська кондитерська фабрика «Рошен»	72,9	0,17	1877,5	2,3	-1347,2	-1,08	39,3	0,03	50,4	0,03	211,6	0,07	138,7	-0,1
ПАТ «Кременчуцька кондитерська фабрика «Рошен»	7,1	0,03	24,8	0,07	884,4	1,91	599,2	1,07	480,4	0,81	81,0	0,11	73,9	0,08
ПАТ «Вінницька кондитерська фабрика»	693,3	1,97	-311,3	-0,75	3910,4	4,9	273,3	0,27	698,1	0,8	19073,8	14,18	18380,5	12,21
ПАТ «Маріупольська кондитерська фабрика «Рошен»	1638,0	9,07	-258,6	-1,53	-100,8	-0,45	496,1	1,34	589,2	1,19	58,1	0,1	-1579,9	-8,97
ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Мукачєво	41,0	0,37	51,8	0,36	75,4	0,41	94,5	0,39	74,6	0,35	206,6	0,56	165,6	0,19

Продовження табл. Б.2

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Дніпропетровськ	6889,8	4,36	6375,7	3,59	5106,1	2,26	329,3	0,18	1172,4	0,85	3663,1	1,8	-3226,7	-2,56
ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Донецьк	290,1	0,44	125,9	0,25	76,0	0,11	620,5	0,88	50,7	0,06	1628,6	1,53	1338,5	1,09
ПАТ «Кондитерська фабрика «А.В.К.» м. Луганськ	-32,9	-0,08	-472,5	-1,02	2,7	0,004	231,4	0,23	9,7	0,01	539,7	0,42	572,6	0,5
ПрАТ «ВО «Конті»	8797,5	3,59	26627,0	7,16	42360,7	7,91	21532,5	3,26	34527,7	3,37	34133,5	2,68	25336	-0,91
ПАТ «Харківська бісквітна фабрика»	11893,1	6,09	14409,1	6,68	22725,2	8,15	19772,4	5,5	33202,0	7,74	24100,7	4,98	12207,6	-1,11
ПАТ «Кондитерська фабрика «Харків'янка»	1018,0	4,17	461,2	1,69	1020,7	2,42	9,5	0,02	1613,2	2,17	2450,8	2,34	1432,8	-1,83
ПАТ «Запорізька кондитерська фабрика»	2988,0	4,06	769,5	0,95	5066,6	4,33	4296,0	3,88	2103,4	1,83	-412,1	-0,42	-3400,1	-4,48
ПАТ «Полтавакондитер»	5988,6	4,8	4714,3	2,9	18120,5	7,6	14210,0	4,94	16683,6	5,17	11938,9	3,33	5950,3	-1,47
ПАТ «Рівненська кондитерська фабрика»	622,7	4,36	397,6	1,73	876,7	1,88	123,5	0,36	23,0	0,04	-755,8	-1,52	-1378,5	-5,88
ПАТ Львівська кондитерська фірма «Світоч»	21816,0	5,81	-4434,2	-0,93	-31170,5	-6,93	20702,0	4,02	17811,6	3,36	15796,6	4,82	-6019,4	-0,99
ПАТ Чернігівська кондитерська фабрика «Стріла»	275,8	3,45	501,0	4,88	930,7	5,58	1075,1	4,6	813,3	3,3	596,3	2,27	320,5	-1,18

Закінчення табл. Б.2

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
ПАТ «Тернопільська кондитерська фабрика»	327,8	2,98	-105,6	-0,84	135,1	1,01	270,3	1,87	346,0	2,11	180,6	0,83	-147,2	-2,15
ПАТ ВТКФ «Ласощі»	49,4	0,52	60,6	0,69	-431,7	-3,03	37,9	0,19	206,5	0,72	1460,7	5,06	1411,3	4,54

*Розраховано за даними Форми №2 «Звіт про фінансові результати» зазначених підприємств за відповідні звітні періоди

Додаток В

АНКЕТА

опитування підприємства кондитерської промисловості з питань оцінки інвестиційної діяльності підприємства та джерел її фінансування

Шановні добродіі!

Ми проводимо дослідження ринку кондитерських виробів. Просимо Вас відповісти на поставлені запитання.

Заздалегідь вдячні за участь.

А. Загальна інформація про підприємство:

1. Назва підприємства:

2. Поштова адреса (не юридична):

3. Номер телефону (включаючи код міста):

4. Факс (включаючи код міста): _____

5. Електронна пошта: _____ веб-сайт _____

6. Керівник підприємства (ПІБ, посада): _____

7. Рік заснування: _____

8. Форма власності: _____

9. Кількість співробітників: _____

10. Опишіть діяльність Вашого підприємства і продукцію, яку Ви виробляєте. Яка частка Вашого підприємства на ринку (орієнтовно у %): _____

В. Інвестиційна діяльність:

1. Якщо Ви оцінюєте в цілому умови здійснення інвестиційної діяльності Вашого підприємства, наскільки вони Вас задовольняють і як впливають на Ваш бізнес? (необхідне підкреслити):

- а) існуючі умови цілком задовольняють, справи підприємства йдуть добре;
 - б) умови здійснення інвестиційної діяльності багато в чому не задовольняють, для нормальної роботи доводиться долати перешкоди;
 - в) існуючі умови повністю не задовольняють, вони погано впливають на здійснення інвестиційної діяльності підприємства;
 - г) інше _____
-

2. Як на Вашу думку змінилась інвестиційна діяльність підприємства за останні 2-3 роки?

- а) істотно поліпшилась;
 - б) не суттєво поліпшились;
 - в) трохи погіршилась;
 - г) істотно погіршилась;
 - д) залишилась без змін;
 - е) інше _____
-

3. Яка потреба підприємства в інвестиціях, тис. грн.

На наступний рік	На наступні 3 роки	На наступні 5 років

4. На який термін підприємство бажає залучити інвестиції? _____

5. Під яку доходність підприємство бажає залучити інвестиції _____ % річних?

6. Які джерела фінансування інвестицій Ваше підприємство використовує в сучасних умовах:

- а) власні кошти (нерозподілений прибуток, амортизація);
 - б) залучені кошти (емісія акцій, паї);
 - в) позикові кошти (кредити, облігаційна позика);
 - г) державні кошти;
 - д) інше _____
-

7. Оцініть, будь-ласка, вагомість джерел фінансування інвестиційної діяльності Вашого підприємства за шкалою від «1» до «10»:

Джерело фінансування інвестиційної діяльності	1–3 найменша вагомість	4–6 середня вагомість	7–9 висока вагомість	10 найвища вагомість
Нерозподілений прибуток				
Амортизаційні відрахування				
Банківські кредити				
Облігаційні позики				
Кошти від емісії акцій				
Фінансовий лізинг				
Інше				

8. Оцініть доступність джерел фінансування інвестиційної діяльності Вашого підприємства за шкалою від «1» до «10»:

Джерело фінансування інвестиційної діяльності	1–3 найменш доступне	4–6 середня доступність	7–9 значна доступність	10 найвища доступність
Нерозподілений прибуток				
Амортизаційні відрахування				
Короткостроковий кредит				
Довгостроковий кредит				
Облігаційні позики				
Кошти від емісії акцій				
Цільове фінансування (бюджетне фінансування, гранти)				
Інше				

9. Оцініть, будь-ласка, критерії вибору варіантів джерел фінансування інвестиційної діяльності Вашого підприємства за шкалою від «1» до «10»:

Критерії вибору	1–3 найменша вагомість	4–6 середня вагомість	7–9 висока вагомість	10 найвища вагомість
1. Витрати, пов'язані з залученням джерела фінансування інвестиційної діяльності				
2. Розмір джерела фінансування інвестицій, що залишається в розпорядженні підприємства після вирахування витрат на його залучення та обслуговування				
3. Рівень фінансового ризику				
4. Рівень розвитку фінансових ринків, на яких можливе залучення нових інвестиційних ресурсів				
5. Ступінь впливу нормативних обмежень на вибір джерела фінансування інвестиційної діяльності				

10. Оцініть, будь ласка рівень фінансового ризику кожного джерела фінансування інвестиційної діяльності для Вашого підприємства за шкалою від «1» до «10»:

Джерело фінансування інвестиційної діяльності	1–3 низький ризик	4–6 помірний ризик	7–9 високий ризик	10 найвищий ризик
Нерозподілений прибуток				
Амортизаційні відрахування				
Короткостроковий кредит				
Довгостроковий кредит				
Облігаційні позики				
Кошти від емісії акцій				
Фінансовий лізинг				
Інше				

11. Які фактори, на Вашу думку, найбільшою мірою перешкоджають інвестиційній активності підприємства:

- а) економічна політика уряду;
 - б) діяльність місцевих органів влади;
 - в) недосконалість законодавчої бази;
 - г) система оподаткування;
 - д) недостатність власних коштів для фінансування інвестиційної діяльності;
 - е) складність отримання кредитних ресурсів;
 - є) інше _____
-

12. Оцініть, будь ласка, рівень розвитку фінансових ринків, на яких можливе залучення інвестиційних ресурсів для Вашого підприємства за шкалою від «1» до «10»:

Джерело фінансування інвестиційної діяльності	1–3 низький рівень розвитку	4–6 середній рівень розвитку	7–9 високий рівень розвитку	10 найвищий рівень розвитку
Нерозподілений прибуток				
Амортизаційні відрахування				
Короткостроковий кредит				
Довгостроковий кредит				
Облігаційні позики				
Кошти від емісії акцій				
Фінансовий лізинг				
Інше				

13. Вкажіть, будь-ласка, найбільші перешкоди залученню іноземних інвестицій у Ваше підприємство:

- а) невідпрацьований механізм функціонування ринку цінних паперів;
- б) недоліки зовнішньоекономічної політики держави;
- в) недостатня робота місцевих органів влади;
- г) існуюча система оподаткування;
- д) зниження споживчого попиту;
- е) недостатньо високий рівень професійної підготовки персоналу;
- є) недостатність інформації та консультаційних фірм;
- ж) недостатній доступ на фінансові ринки;
- з) інше _____

14. В цілому, які заходи Ви вважаєте більш важливими та необхідними для притоку інвестицій у ваше підприємство: _____

15. Які нормативні акти більш за все ускладнюють здійснення інвестиційної діяльності Вашого підприємства? У чому полягає їх негативний вплив? _____

16. Оцініть, будь-ласка, ступінь впливу нормативних обмежень на вибір джерела фінансування інвестиційної діяльності за шкалою від «1» до «10»:

Джерело фінансування інвестиційної діяльності	1–3 найменший вплив	4–6 середній вплив	7–9 високий вплив	10 найбільший вплив
Нерозподілений прибуток				
Амортизаційні відрахування				
Короткостроковий кредит				
Довгостроковий кредит				
Облігаційні позики				
Кошти від емісії акцій				
Фінансовий лізинг				
Інше				

Анкету заповнив (-ла), ПІБ, посада: _____

Контактний телефон: _____

Дата заповнення: « ____ » _____ 20__ р.

Дякуємо за співпрацю!

Додаток Г

Додаток Г.1

Таблиця Г.1.1

Перевірка узгодженості думок експертів ПрАТ «ВО «Конті» за допомогою коефіцієнту конкордації

Параметри, які оцінювали експерти	Значення коефіцієнту конкордації W	Розрахункове значення χ^2 – критерію Пірсона	Висновок
Оцінка переваги критеріїв вибору варіантів джерел фінансування інвестиційної діяльності	0,703	28,12	$W > W_n$, $\chi^2_{\text{роз}} > \chi^2_{\text{таб}}$ Думки експертів узгоджені, коефіцієнт конкордації значущий
Рівень фінансового ризику	0,721	28,84	$W > W_n$, $\chi^2_{\text{роз}} > \chi^2_{\text{таб}}$ Думки експертів узгоджені, коефіцієнт конкордації значущий
Рівень розвитку фінансових ринків, на яких можливе залучення нових інвестиційних ресурсів	0,695	27,80	$W > W_n$, $\chi^2_{\text{роз}} > \chi^2_{\text{таб}}$ Думки експертів узгоджені, коефіцієнт конкордації значущий
Ступінь впливу нормативних обмежень на вибір джерела фінансування інвестиційної діяльності	0,719	28,76	$W > W_n$, $\chi^2_{\text{роз}} > \chi^2_{\text{таб}}$ Думки експертів узгоджені, коефіцієнт конкордації значущий

Табличне значення χ^2 – критерію Пірсона з імовірністю $p=0,95$ $\chi^2=5,99$.

Нормативне значення коефіцієнту конкордації $W_n > 0,55$

**Перевірка узгодженості думок експертів ПАТ «Полтавакандитер»
за допомогою коефіцієнту конкордації**

Параметри, які оцінювали експерти	Значення коефіцієнту конкордації W	Розрахункове значення χ^2 – критерію Пірсона	Висновок
Оцінка переваги критеріїв вибору варіантів джерел фінансування інвестиційної діяльності	0,601	24,04	$W > W_n$, $\chi^2_{\text{роз}} > \chi^2_{\text{таб}}$ Думки експертів узгоджені, коефіцієнт конкордації значущий
Рівень фінансового ризику	0,612	24,48	$W > W_n$, $\chi^2_{\text{роз}} > \chi^2_{\text{таб}}$ Думки експертів узгоджені, коефіцієнт конкордації значущий
Рівень розвитку фінансових ринків, на яких можливе залучення нових інвестиційних ресурсів	0,591	23,64	$W > W_n$, $\chi^2_{\text{роз}} > \chi^2_{\text{таб}}$ Думки експертів узгоджені, коефіцієнт конкордації значущий
Ступінь впливу нормативних обмежень на вибір джерела фінансування інвестиційної діяльності	0,624	24,96	$W > W_n$, $\chi^2_{\text{роз}} > \chi^2_{\text{таб}}$ Думки експертів узгоджені, коефіцієнт конкордації значущий

Табличне значення χ^2 – критерію Пірсона з імовірністю $p=0,95$ $\chi^2=5,99$.

Нормативне значення коефіцієнту конкордації $W_n > 0,55$

**Перевірка узгодженості думок експертів ПАТ «Харківська
бісквітна фабрика» за допомогою коефіцієнту конкордації**

Параметри, які оцінювали експерти	Значення коефіцієнту конкордації W	Розрахункове значення χ^2 – критерію Пірсона	Висновок
Оцінка переваги критеріїв вибору варіантів джерел фінансування інвестиційної діяльності	0,584	23,36	$W > W_n$, $\chi^2_{\text{роз}} > \chi^2_{\text{таб}}$ Думки експертів узгоджені, коефіцієнт конкордації значущий
Рівень фінансового ризик	0,622	24,88	$W > W_n$, $\chi^2_{\text{роз}} > \chi^2_{\text{таб}}$ Думки експертів узгоджені, коефіцієнт конкордації значущий
Рівень розвитку фінансових ринків, на яких можливе залучення нових інвестиційних ресурсів	0,610	24,40	$W > W_n$, $\chi^2_{\text{роз}} > \chi^2_{\text{таб}}$ Думки експертів узгоджені, коефіцієнт конкордації значущий
Ступінь впливу нормативних обмежень на вибір джерела фінансування інвестиційної діяльності	0,599	23,96	$W > W_n$, $\chi^2_{\text{роз}} > \chi^2_{\text{таб}}$ Думки експертів узгоджені, коефіцієнт конкордації значущий

Табличне значення χ^2 – критерію Пірсона з імовірністю $p=0,95$ $\chi^2=5,99$.

Нормативне значення коефіцієнту конкордації $W_n > 0,55$

**Перевірка узгодженості думок експертів ПАТ Львівська
кондитерська фірма «Світоч» за допомогою коефіцієнту
конкордації**

Параметри, які оцінювали експерти	Значення коефіцієнту конкордації W	Розрахункове значення χ^2 – критерію Пірсона	Висновок
Оцінка переваги критеріїв вибору варіантів джерел фінансування інвестиційної діяльності	0,652	26,08	$W > W_n$, $\chi^2_{\text{роз}} > \chi^2_{\text{таб}}$ Думки експертів узгоджені, коефіцієнт конкордації значущий
Рівень фінансового ризиків	0,681	27,24	$W > W_n$, $\chi^2_{\text{роз}} > \chi^2_{\text{таб}}$ Думки експертів узгоджені, коефіцієнт конкордації значущий
Рівень розвитку фінансових ринків, на яких можливе залучення нових інвестиційних ресурсів	0,639	25,56	$W > W_n$, $\chi^2_{\text{роз}} > \chi^2_{\text{таб}}$ Думки експертів узгоджені, коефіцієнт конкордації значущий
Ступінь впливу нормативних обмежень на вибір джерела фінансування інвестиційної діяльності	0,614	24,56	$W > W_n$, $\chi^2_{\text{роз}} > \chi^2_{\text{таб}}$ Думки експертів узгоджені, коефіцієнт конкордації значущий

Табличне значення χ^2 – критерію Пірсона з імовірністю $p=0,95$ $\chi^2=5,99$.

Нормативне значення коефіцієнту конкордації $W_n > 0,55$

Перевірка узгодженості думок експертів ПАТ «ВТКФ «Ласощі» за допомогою коефіцієнту конкордації

Параметри, які оцінювали експерти	Значення коефіцієнту конкордації W	Розрахункове значення χ^2 – критерію Пірсона	Висновок
Оцінка переваги критеріїв вибору варіантів джерел фінансування інвестиційної діяльності	0,598	23,92	$W > W_n$, $\chi^2_{\text{роз}} > \chi^2_{\text{таб}}$ Думки експертів узгоджені, коефіцієнт конкордації значущий
Рівень фінансового ризику	0,574	22,96	$W > W_n$, $\chi^2_{\text{роз}} > \chi^2_{\text{таб}}$ Думки експертів узгоджені, коефіцієнт конкордації значущий
Рівень розвитку фінансових ринків, на яких можливе залучення нових інвестиційних ресурсів	0,581	23,24	$W > W_n$, $\chi^2_{\text{роз}} > \chi^2_{\text{таб}}$ Думки експертів узгоджені, коефіцієнт конкордації значущий
Ступінь впливу нормативних обмежень на вибір джерела фінансування інвестиційної діяльності	0,563	22,52	$W > W_n$, $\chi^2_{\text{роз}} > \chi^2_{\text{таб}}$ Думки експертів узгоджені, коефіцієнт конкордації значущий

Табличне значення χ^2 – критерію Пірсона з імовірністю $p=0,95$ $\chi^2=5,99$.

Нормативне значення коефіцієнту конкордації $W_n > 0,55$

Додаток Г.2

Таблиця Г.2.1

Вага критеріїв вибору джерел фінансування інвестиційної діяльності ПАТ «Полтавакондитер»

Критерій	Оцінка переваги критерію, бал	Відносна важливість критерію (вага)
K ₁	3	0,10
K ₂	9	0,30
K ₃	6	0,20
K ₄	4	0,13
K ₅	8	0,27

Таблиця Г.2.2

Оцінка варіантів джерел фінансування інвестиційної діяльності відповідно до критеріїв вибору ПАТ «Полтавакондитер»

Критерії	Розміщення звичайних акцій (B₁)	Залучення короткострокового кредиту (B₂)	Залучення облігаційної позики (B₄)
1	2	3	4
1. Витрати, пов'язані з залученням джерела фінансування інвестиційної діяльності (K ₁), тис. грн.	100,8	1323,4	967,1
2. Розмір джерела фінансування інвестицій, що залишається в розпорядженні підприємства після вирахування витрат на його залучення та обслуговування (K ₂), тис. грн.	4941,5	3766,6	4122,9
3. Рівень фінансового ризику (K ₃)	1	7	5
4. Рівень розвитку фінансових ринків, на яких можливе залучення нових інвестиційних ресурсів (K ₄)	3	10	8

Продовження табл. Г.2.2

1	2	3	4
5. Ступінь впливу нормативних обмежень на вибір джерела фінансування інвестиційної діяльності (K ₅)	1	6	2

Таблиця Г.2.3

Переведення абсолютних значень оцінок критеріїв варіантів у співставні величини ПАТ «Полтавакондитер»

Критерій	B ₁	B ₂	B ₄
K ₁	1	0	0,291
K ₂	1	0	0,303
K ₃	1	0	0,333
K ₄	0	1	0,714
K ₅	1	0	0,8

Таблиця Г.2.4

Розрахунок результативних агрегованих значень переваги варіантів джерел фінансування інвестиційної діяльності ПАТ «Полтавакондитер»

Критерій	Вага критерію	B ₁	B ₂	B ₄
K ₁	0,10	$1 \times 0,10 = 0,10$	$0 \times 0,10 = 0$	$0,291 \times 0,10 = 0,029$
K ₂	0,30	$1 \times 0,30 = 0,30$	$0 \times 0,30 = 0$	$0,303 \times 0,30 = 0,091$
K ₃	0,20	$1 \times 0,20 = 0,20$	$0 \times 0,20 = 0$	$0,333 \times 0,20 = 0,067$
K ₄	0,13	$0 \times 0,13 = 0$	$1 \times 0,13 = 0,13$	$0,714 \times 0,13 = 0,093$
K ₅	0,27	$1 \times 0,27 = 0,27$	$0 \times 0,27 = 0$	$0,8 \times 0,27 = 0,216$
Разом	1	0,87	0,13	0,496

Додаток Г.3

Таблиця Г.3.1

Вага критеріїв вибору джерел фінансування інвестиційної діяльності ПАТ «Харківська бісквітна фабрика»

Критерій	Оцінка переваги критерію, бал	Відносна важливість критерію (вага)
K ₁	5	0,17
K ₂	8	0,27
K ₃	7	0,23
K ₄	6	0,20
K ₅	4	0,13

Таблиця Г.3.2

Оцінка варіантів джерел фінансування інвестиційної діяльності відповідно до критеріїв вибору ПАТ «Харківська бісквітна фабрика»

Критерії	Розміщення звичайних акцій (B₁)	Залучення короткострокового кредиту (B₂)	Залучення довгострокового кредиту (B₃)
1	2	3	4
1. Витрати, пов'язані з залученням джерела фінансування інвестиційної діяльності (K ₁), тис. грн.	56,4	735,8	679,2
2. Розмір джерела фінансування інвестицій, що залишається в розпорядженні підприємства після вирахування витрат на його залучення та обслуговування (K ₂), тис. грн.	2761,0	2094,2	2150,8
3. Рівень фінансового ризику (K ₃)	4	7	9

Продовження табл. Г.3.2

1	2	3	4
4. Рівень розвитку фінансових ринків, на яких можливе залучення нових інвестиційних ресурсів (K_4)	1	8	5
5. Ступінь впливу нормативних обмежень на вибір джерела фінансування інвестиційної діяльності (K_5)	2	6	8

Таблиця Г.3.3

Переведення абсолютних значень оцінок критеріїв варіантів у співставні величини ПАТ «Харківська бісквітна фабрика»

Критерій	B_1	B_2	B_3
K_1	1	0	0,083
K_2	1	0	0,085
K_3	1	0,2	0
K_4	0	1	0,571
K_5	1	0,333	0

Таблиця Г.3.4

Розрахунок результативних агрегованих значень переваги варіантів джерел фінансування інвестиційної діяльності ПАТ «Харківська бісквітна фабрика»

Критерій	Вага критерію	B_1	B_2	B_3
K_1	0,17	$1 \times 0,17 = 0,17$	$0 \times 0,17 = 0$	$0,083 \times 0,17 = 0,014$
K_2	0,27	$1 \times 0,27 = 0,27$	$0 \times 0,27 = 0$	$0,085 \times 0,27 = 0,023$
K_3	0,23	$1 \times 0,23 = 0,23$	$0,2 \times 0,23 = 0,046$	$0 \times 0,23 = 0$
K_4	0,20	$0 \times 0,20 = 0$	$1 \times 0,20 = 0,20$	$0,571 \times 0,20 = 0,114$
K_5	0,13	$1 \times 0,13 = 0,13$	$0,333 \times 0,13 = 0,043$	$0 \times 0,13 = 0$
Разом	1	0,80	0,289	0,151

Додаток Г.4

Таблиця Г.4.1

Вага критеріїв вибору джерел фінансування інвестиційної діяльності ПАТ Львівська кондитерська фірма «Світоч»

Критерій	Оцінка переваги критерію, бал	Відносна важливість критерію (вага)
K ₁	6	0,18
K ₂	8	0,24
K ₃	4	0,12
K ₄	9	0,25
K ₅	7	0,21

Таблиця Г.4.2

Оцінка варіантів джерел фінансування інвестиційної діяльності відповідно до критеріїв вибору ПАТ Львівська кондитерська фірма «Світоч»

Критерії	Залучення довгострокового кредиту (B ₃)	Залучення облігаційної позики (B ₄)	Використання фінансового лізингу (B ₅)
1	2	3	4
1. Витрати, пов'язані з залученням джерела фінансування інвестиційної діяльності (K ₁), тис. грн.	1111,2	972,3	1435,3
2. Розмір джерела фінансування інвестицій, що залишається в розпорядженні підприємства після вирахування витрат на його залучення та обслуговування (K ₂), тис. грн.	3518,8	3657,7	3194,7
3. Рівень фінансового ризику (K ₃)	9	7	4

Продовження табл. Г.4.2

1	2	3	4
4. Рівень розвитку фінансових ринків, на яких можливе залучення нових інвестиційних ресурсів (K_4)	8	6	5
5. Ступінь впливу нормативних обмежень на вибір джерела фінансування інвестиційної діяльності (K_5)	6	9	2

Таблиця Г.4.3

Переведення абсолютних значень оцінок критеріїв варіантів у співставні величини ПАТ Львівська кондитерська фірма «Світоч»

Критерій	B_3	B_4	B_5
K_1	0,7	1	0
K_2	0,7	1	0
K_3	0	0,4	1
K_4	1	0,333	0
K_5	0,429	0	1

Таблиця Г.4.4

Розрахунок результативних агрегованих значень переваги варіантів джерел фінансування інвестиційної діяльності ПАТ Львівська кондитерська фірма «Світоч»

Критерій	Вага критерію	B_3	B_4	B_5
K_1	0,18	$0,7 \times 0,18 = 0,126$	$1 \times 0,18 = 0,18$	$0 \times 0,18 = 0$
K_2	0,24	$0,7 \times 0,24 = 0,168$	$1 \times 0,24 = 0,24$	$0 \times 0,24 = 0$
K_3	0,12	$0 \times 0,12 = 0$	$0,4 \times 0,12 = 0,048$	$1 \times 0,12 = 0,12$
K_4	0,25	$1 \times 0,25 = 0,25$	$0,333 \times 0,25 = 0,083$	$0 \times 0,25 = 0$
K_5	0,21	$0,429 \times 0,21 = 0,09$	$0 \times 0,21 = 0$	$1 \times 0,21 = 0,21$
Разом	1	0,634	0,551	0,33

Додаток Г.5

Таблиця Г.5.1

Вага критеріїв вибору джерел фінансування інвестиційної діяльності ПАТ «ВТКФ «Ласощі»

Критерій	Оцінка переваги критерію, бал	Відносна важливість критерію (вага)
K ₁	9	0,28
K ₂	7	0,22
K ₃	5	0,16
K ₄	8	0,25
K ₅	3	0,09

Таблиця Г.5.2

Оцінка варіантів джерел фінансування інвестиційної діяльності відповідно до критеріїв вибору ПАТ «ВТКФ «Ласощі»

Критерії	Залучення короткострокового кредиту (B₂)	Залучення довгострокового кредиту (B₃)	Використання фінансового лізингу (B₅)
1	2	3	4
1. Витрати, пов'язані з залученням джерела фінансування інвестиційної діяльності (K ₁), тис. грн.	1578,2	1456,8	1881,7
2. Розмір джерела фінансування інвестицій, що залишається в розпорядженні підприємства після вирахування витрат на його залучення та обслуговування (K ₂), тис. грн.	4491,8	4613,2	4188,3
3. Рівень фінансового ризику (K ₃)	5	8	3

Продовження табл. Г.5.2

1	2	3	4
4. Рівень розвитку фінансових ринків, на яких можливе залучення нових інвестиційних ресурсів (K_4)	10	7	6
5. Ступінь впливу нормативних обмежень на вибір джерела фінансування інвестиційної діяльності (K_5)	1	5	3

Таблиця Г.5.3

Переведення абсолютних значень оцінок критеріїв варіантів у співставні величини ПАТ «ВТКФ «Ласощі»

Критерій	B_2	B_3	B_5
K_1	0,714	1	0
K_2	0,714	1	0
K_3	0,6	0	1
K_4	1	0,25	0
K_5	1	0	0,5

Таблиця Г.5.4

Розрахунок результативних агрегованих значень переваги варіантів джерел фінансування інвестиційної діяльності ПАТ «ВТКФ «Ласощі»

Критерій	Вага критерію	B_2	B_3	B_5
K_1	0,28	$0,714 \times 0,28 = 0,199$	$1 \times 0,28 = 0,28$	$0 \times 0,28 = 0$
K_2	0,22	$0,714 \times 0,22 = 0,157$	$1 \times 0,22 = 0,22$	$0 \times 0,22 = 0$
K_3	0,16	$0,6 \times 0,16 = 0,096$	$0 \times 0,16 = 0$	$1 \times 0,16 = 0,16$
K_4	0,25	$1 \times 0,25 = 0,25$	$0,25 \times 0,25 = 0,063$	$0 \times 0,25 = 0$
K_5	0,09	$1 \times 0,09 = 0,09$	$0 \times 0,09 = 0$	$0,5 \times 0,09 = 0,045$
Разом	1	0,792	0,563	0,205

Додаток Д

Таблиця Д.1

Розрахунок рентабельності власного капіталу ПАТ «Полтавакондитер» при різних значеннях коефіцієнту фінансового левериджу в процесі здійснення інвестиційної діяльності

№ п/п	Показники	Варіанти								
		I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1	Власний капітал, млн. грн.	233,05	209,75	186,44	163,14	139,83	116,53	93,22	69,92	46,61
2	Обсяг позикового капіталу, млн. грн.	—	23,31	46,61	69,92	93,22	116,53	139,83	163,14	186,44
3	Загальний обсяг капіталу, млн. грн.	233,05	233,05	233,05	233,05	233,05	233,05	233,05	233,05	233,05
4	Частка власних ресурсів, %	100	90	80	70	60	50	40	30	20
5	Частка позичених ресурсів, %	—	10	20	30	40	50	60	70	80
6	Коефіцієнт фінансового важеля	—	0,11	0,25	0,43	0,67	1,00	1,50	2,33	4,00
7	Економічна рентабельність сукупного капіталу, %	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3
8	Відсоткова ставка за кредит з врахуванням ризику, %	—	25,0	25,5	26,0	26,5	27,0	27,5	28,0	28,5
9	Прибуток з урахуванням процентів за кредит (гр. 3×гр. 7 / 100), млн. грн.	63,69	63,69	63,69	63,69	63,69	63,69	63,69	63,69	63,69
10	Сума процентів за кредит (гр. 2×гр.8 / 100), млн. грн.	—	5,83	11,89	18,18	24,70	31,46	38,45	45,68	53,14
11	Прибуток без урахування суми процентів за кредит (гр. 9–гр. 10), млн. грн.	63,69	57,86	51,81	45,51	38,99	32,23	25,24	18,01	10,56
12	Ставка податку на прибуток, %	19	19	19	19	19	19	19	19	19
13	Сума податку на прибуток (гр. 11×гр. 12 / 100), млн. грн.	12,10	10,99	9,84	8,65	7,41	6,12	4,80	3,42	2,01
14	Чистий прибуток (гр. 11–гр. 13), млн. грн.	51,59	46,87	41,96	36,87	31,58	26,11	20,44	14,59	8,55
15	Рентабельність власного капіталу ((гр. 14 / гр. 1)×100), %	22,14	22,35	22,51	22,60	22,58	22,40	21,93	20,87	18,34
16	Приріст рентабельності власного капіталу, %	—	0,21	0,16	0,09	-0,01	-0,18	-0,47	-1,06	-2,53
17	Ефект фінансового левериджу, розрахований за формулою (3.10), %	—	0,80	1,81	3,10	4,82	7,24	10,86	16,89	28,95

Таблиця Д.2

Розрахунок рентабельності власного капіталу ПАТ «Харківська бісквітна фабрика» при різних значеннях коефіцієнту фінансового левериджу в процесі здійснення інвестиційної діяльності

№ п/п	Показники	Варіанти								
		I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1	Власний капітал, млн. грн.	632,00	568,80	505,60	442,40	379,20	316,00	252,80	189,60	126,40
2	Обсяг позикового капіталу, млн. грн.	–	63,20	126,40	189,60	252,80	316,00	379,20	442,40	505,60
3	Загальний обсяг капіталу, млн. грн.	632,00	632,00	632,00	632,00	632,00	632,00	632,00	632,00	632,00
4	Частка власних ресурсів, %	100	90	80	70	60	50	40	30	20
5	Частка позичених ресурсів, %	–	10	20	30	40	50	60	70	80
6	Коефіцієнт фінансового важеля	–	0,11	0,25	0,43	0,67	1,00	1,50	2,33	4,00
7	Економічна рентабельність сукупного капіталу, %	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
8	Відсоткова ставка за кредит з врахуванням ризику, %	–	25,0	25,5	26,0	26,5	27,0	27,5	28,0	28,5
9	Прибуток з урахуванням процентів за кредит (гр. 3×гр. 7 / 100), млн. грн.	159,26	159,26	159,26	159,26	159,26	159,26	159,26	159,26	159,26
10	Сума процентів за кредит (гр. 2×гр.8 / 100), млн. грн.	–	15,80	32,23	49,30	66,99	85,32	104,28	123,87	144,10
11	Прибуток без урахування суми процентів за кредит (гр. 9–гр. 10), млн. грн.	159,26	143,46	127,03	109,97	92,27	73,94	54,98	35,39	15,17
12	Ставка податку на прибуток, %	19	19	19	19	19	19	19	19	19
13	Сума податку на прибуток (гр. 11×гр. 12 / 100), млн. грн.	30,26	27,26	24,14	20,89	17,53	14,05	10,45	6,72	2,88
14	Чистий прибуток (гр. 11–гр. 13), млн. грн.	129,00	116,21	102,90	89,07	74,74	59,89	44,54	28,67	12,29
15	Рентабельність власного капіталу ((гр. 14 / гр. 1)×100), %	20,41	20,43	20,35	20,13	19,71	18,95	17,62	15,12	9,72
16	Приріст рентабельності власного капіталу, %	–	0,02	-0,08	-0,22	-0,42	-0,76	-1,34	-2,50	-5,40
17	Ефект фінансового левериджу, розрахований за формулою (3.10), %	–	0,39	0,88	1,51	2,35	3,53	5,30	8,24	14,13

Таблиця Д.3

Розрахунок рентабельності власного капіталу ПАТ Львівська кондитерська фірма «Світоч» при різних значеннях коефіцієнту фінансового левєриджу в процесі здійснення інвестиційної діяльності

№ п/п	Показники	Варіанти								
		I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1	Власний капітал, млн. грн.	458,08	412,27	366,46	320,66	274,85	229,04	183,23	137,42	91,62
2	Обсяг позикового капіталу, млн. грн.	–	45,81	91,62	137,42	183,23	229,04	274,85	320,66	366,46
3	Загальний обсяг капіталу, млн. грн.	458,08	458,08	458,08	458,08	458,08	458,08	458,08	458,08	458,08
4	Частка власних ресурсів, %	100	90	80	70	60	50	40	30	20
5	Частка позичених ресурсів, %	–	10	20	30	40	50	60	70	80
6	Коефіцієнт фінансового важеля	–	0,11	0,25	0,43	0,67	1,00	1,50	2,33	4,00
7	Економічна рентабельність сукупного капіталу, %	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9
8	Відсоткова ставка за кредит з врахуванням ризику, %	–	25,0	25,5	26,0	26,5	27,0	27,5	28,0	28,5
9	Прибуток з урахуванням процентів за кредит (гр. 3×гр. 7 / 100), млн. грн.	77,51	77,51	77,51	77,51	77,51	77,51	77,51	77,51	77,51
10	Сума процентів за кредит (гр. 2×гр.8 / 100), млн. грн.	–	11,45	23,36	35,73	48,56	61,84	75,58	89,78	104,44
11	Прибуток без урахування суми процентів за кредит (гр. 9–гр. 10), млн. грн.	77,51	66,06	54,15	41,78	28,95	15,67	1,92	-12,28	-26,94
12	Ставка податку на прибуток, %	19	19	19	19	19	19	19	19	19
13	Сума податку на прибуток (гр. 11×гр. 12 / 100), млн. грн.	14,73	12,55	10,29	7,94	5,50	2,98	0,37	-2,33	-5,12
14	Чистий прибуток (гр. 11–гр. 13), млн. грн.	62,78	53,50	43,86	33,84	23,45	12,69	1,56	-9,94	-21,82
15	Рентабельність власного капіталу ((гр. 14 / гр. 1)×100), %	13,71	12,98	11,97	10,55	8,53	5,54	0,85	-7,24	-23,81
16	Приріст рентабельності власного капіталу, %	–	-0,73	-1,01	-1,41	-2,02	-2,99	-4,69	- 8,09	-16,58
17	Ефект фінансового левєриджу, розрахований за формулою (3.10), %	–	0,83	1,86	3,19	4,96	7,45	11,17	17,37	29,78

Таблиця Д.4

Розрахунок рентабельності власного капіталу ПАТ «ВТКФ «Ласощі» при різних значеннях коефіцієнту фінансового левериджу в процесі здійснення інвестиційної діяльності

№ п/п	Показники	Варіанти								
		I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1	Власний капітал, млн. грн.	17,77	15,99	14,22	12,44	10,66	8,89	7,11	5,33	3,55
2	Обсяг позикового капіталу, млн. грн.	–	1,78	3,55	5,33	7,11	8,89	10,66	12,44	14,22
3	Загальний обсяг капіталу, млн. грн.	17,77	17,77	17,77	17,77	17,77	17,77	17,77	17,77	17,77
4	Частка власних ресурсів, %	100	90	80	70	60	50	40	30	20
5	Частка позичених ресурсів, %	–	10	20	30	40	50	60	70	80
6	Коефіцієнт фінансового важеля	–	0,11	0,25	0,43	0,67	1,00	1,50	2,33	4,00
7	Економічна рентабельність сукупного капіталу, %	27,8	27,8	27,8	27,8	27,8	27,8	27,8	27,8	27,8
8	Відсоткова ставка за кредит з врахуванням ризику, %	–	25,0	25,5	26,0	26,5	27,0	27,5	28,0	28,5
9	Прибуток з урахуванням процентів за кредит (гр. 3×гр. 7 / 100), млн. грн.	4,94	4,94	4,94	4,94	4,94	4,94	4,94	4,94	4,94
10	Сума процентів за кредит (гр. 2×гр.8 / 100), млн. грн.	–	0,44	0,91	1,39	1,88	2,40	2,93	3,48	4,05
11	Прибуток без урахування суми процентів за кредит (гр. 9–гр. 10), млн. грн.	4,94	4,49	4,03	3,55	3,05	2,54	2,00	1,45	0,88
12	Ставка податку на прибуток, %	19	19	19	19	19	19	19	19	19
13	Сума податку на прибуток (гр. 11×гр. 12 / 100), млн. грн.	0,94	0,85	0,77	0,67	0,58	0,48	0,38	0,28	0,17
14	Чистий прибуток (гр. 11–гр. 13), млн. грн.	4,00	3,64	3,26	2,88	2,47	2,06	1,62	1,18	0,72
15	Рентабельність власного капіталу ((гр. 14 / гр. 1)×100), %	22,50	22,75	22,96	23,12	23,19	23,13	22,84	22,08	20,17
16	Приріст рентабельності власного капіталу, %	–	0,25	0,21	0,16	0,07	-0,06	-0,29	-0,76	-1,92
17	Ефект фінансового левериджу, розрахований за формулою (3.10), %	–	0,41	0,93	1,59	2,47	3,70	5,55	8,64	14,81

МОНОГРАФІЯ

Говорушко Тамара Андріївна
д.е.н., професор, завідувач кафедри фінансів
Національного університету харчових технологій

Сілакова Ганна Віталіївна
к.е.н., доцент кафедри фінансів
Національного університету харчових технологій

ФОРМУВАННЯ ДЖЕРЕЛ ФІНАНСУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ НА ПІДПРИЄМСТВАХ КОНДИТЕРСЬКОЇ ПРОМИСЛОВОСТІ В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ ЕКОНОМІКИ

Комп'ютерна верстка *авторів*

Коректура *авторів*

Художнє оформлення обкладинки *Є.Ю. Музиченка*

Підп. до друку 26.09.2013. Формат 60x84¹/₁₆. Папір. офс. Гарнітура «Таймс». Друк. офс.
Ум. друк. акр. 12,1. Обл.-вид. арк. 13,0. Наклад 300 прим. Зам. 658.

Віддруковано у видавництві «ЛОГОС» з оригіналів авторів.
Свідоцтво ДК № 201 від 27.09.2000 р.
01030, м. Київ-30, вул. Богдана Хмельницького, 10, тел. 235-6003