

Міністерство освіти і науки України
Тернопільська академія народного господарства

На правах рукопису

УНІЯТ АЛЛА ВОЛОДИМИРІВНА

УДК 658.152:330.222.5.

**ФІНАНСОВИЙ АНАЛІЗ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ
ПРИВАБЛИВОСТІ ПРОЕКТІВ**

(на прикладі підприємств кондитерської промисловості)

спеціальність 08.06.04.- бухгалтерський облік, аналіз та аудит

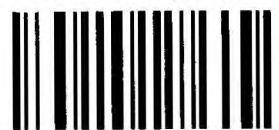
Дисертація на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник:
кандидат економічних наук,
професор Федорович Р.В.

Тернопіль - 2002

ТНЕУ

Чит. зал викладачів



92!

ЗМІСТ

ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1 КОНЦЕПТУАЛЬНА СУТНІСТЬ ІНВЕСТИЦІЙ ТА ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ	
1.1. Інвестиційна привабливість та перспективи розвитку кондитерської промисловості.....	9
1.2. Формування інвестиційної стратегії підприємства.....	25
1.3. Етапи обґрунтування інвестиційного проекту	42
Висновки до розділу I	51
РОЗДІЛ 2. МЕТОДИКА ФІНАНСОВОГО АНАЛІЗУ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ НА МІКРОРІВНІ	
2.1. Суть та функціональна роль фінансового аналізу при прийнятті інвестиційних рішень	52
2.2. Фінансовий аналіз інвестиційної привабливості суб'єкта господарювання.....	65
2.3. Аналіз джерел фінансування інвестиційного проекту.....	88
Висновки до розділу II	101
РОЗДІЛ 3. АНАЛІЗ ЕКОНОМІЧНОЇ ЕФЕКТИВНОСТІ РЕАЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ	
3.1. Методи оцінки економічної ефективності реальних інвестиційних проектів.....	102
3.2. Аналіз ризиків при реалізації інвестиційних проектів.....	115
3.3. Формування збалансованого портфеля реальних інвестицій.....	133
Висновки до розділу III	146
ВИСНОВКИ	148
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	152
ДОДАТКИ	164

ВСТУП

Актуальність теми. Побудова нових економічних відносин неможлива без активізації інвестиційних процесів і поліпшення якості управління ними на рівні підприємств. Інвестиційна привабливість окремих проектів чи суб'єктів господарювання з урахуванням факторів економічного, політичного і соціального характеру набула нині в Україні важливого значення, зважаючи на великі обмеження інвестиційних ресурсів, відсутність дієвої державної підтримки. У системі об'єктів інвестування головну роль на сучасному етапі соціально-економічного розвитку нашої держави відіграють реальні інвестиційні проекти. Це викликано не тільки нерозвиненістю фондового ринку України, а й низкою переваг, які забезпечує реальне інвестування.

В умовах переходу країни до стійкого економічного розвитку підвищуються вимоги до розробки інвестиційних проектів і прийняття управлінських рішень з метою зменшення ризику при їх реалізації. Для здійснення реального інвестування необхідно мати чітку уяву про галузь, її масштаби і форми, важливі показники маркетингу, виробничої і фінансової діяльності, сировинне, технічне та кадрове забезпечення, обсяг необхідних інвестицій і терміни їх повернення, ризику, пов'язані з реалізацією проекту, та інші характеристики.

З метою мінімізації ризиків потрібно здійснити відбір інвестицій уже на стадії планування. Тому головна роль в управлінні інвестиціями належить саме фінансовому аналізу, бо у випадку, коли невигідний проект впроваджується без попередніх розрахунків, то ринковий механізм автоматично руйнує створюваний інвестиційний об'єкт, що обертається значними фінансовими втратами для інвестора. Така відповідальна роль висуває високі вимоги до процесу планування інвестицій, концепції проекту, напрямків його підготовки та аналізу, виконанню економічних розрахунків. Прийняття рішень про інвестування має ґрунтуватися на комплексному підході до оцінки усіх витрат і вигод від здійснення реальних інвестицій із застосуванням фінансового аналізу. З цієї причини, фінансовий аналіз, який є найбільш трудомісткою і фундаментальною частиною проектного

обґрунтування, повинен визначати фінансову життєздатність проекту як з точки зору ризику, так і щодо очікуваного прибутку.

Світова економічна наука набула великого досвіду щодо вивчення проблем інвестування, дослідження їх економічної природи, місця і ролі у ринковій економіці. Розробкою питань фінансового аналізу інвестиційних проектів займалися такі зарубіжні автори, як В. Бернс, Г. Бірман, Д. Стоун, П. Хавранек, Е. Хелферт, У. Шарп та інші.

Ствердження нових підходів щодо поліпшення інвестування обумовлює підвищену зацікавленість вчених і практиків України та країн СНД стосовно цих проблем. Досить широко відомі роботи, що розкривають різнобічні аспекти фінансового аналізу інвестиційних проектів вітчизняних авторів В.А. Верби, О. А Загородніх, А.Ф. Гойка, Я. Д. Крупки, Б. М. Литвина, Є. В. Мниха, А. А. Пересади, В. П. Савчука та російських вчених І. А. Бланка, В. Н. Глазунова, І. М. Волкова, В. В. Ковальова та інших.

Проте питання фінансового аналізу інвестиційної привабливості проектів в сучасних умовах господарювання вимагають додаткового дослідження та з'ясування низки теоретичних і практичних питань щодо проблем правового, економічного, організаційного характеру, котрі виникають у процесі інвестування. Наукова актуальність та практична значущість розв'язання проблем подальшого вдосконалення методики фінансового аналізу при відборі привабливих інвестиційних проектів і визначили вибір теми дисертаційного дослідження, яке проводилось на прикладі підприємств кондитерської промисловості України.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота виконана згідно з планом науково-дослідних робіт кафедри економічного аналізу ТАНГ за темою "Організація оперативного аналізу діяльності підприємств в умовах ринкової економіки", номер державної реєстрації 0101U002352. Автором розроблено методику фінансового аналізу інвестиційної привабливості реальних проектів на підприємствах кондитерської промисловості.

Мета і задачі дослідження. Мета дисертаційної роботи полягає в уточненні та розробці науково-методичних та практичних рекомендацій щодо вдосконалення методики фінансового аналізу привабливих

інвестиційних проектів для залучення як вітчизняних, так і зарубіжних інвестицій у розвиток підприємств кондитерської промисловості.

Для реалізації даної мети у дисертаційній роботі були поставлені та вирішувалися такі задачі:

- оцінити стан і перспективи розвитку кондитерської промисловості з точки зору інвестиційної привабливості;
- визначити напрямки інвестиційної стратегії кондитерського підприємства;
- вдосконалити методіку проведення фінансового аналізу інвестиційної привабливості проекту і при цьому обґрунтувати теоретичну модель взаємозв'язку процесів аналізу та управління інвестиціями на підприємстві;
- розробити методичний інструментарій для проведення фінансового аналізу інвестиційної привабливості суб'єкта господарювання;
- оцінити альтернативні джерела фінансування інвестицій на кондитерському підприємстві;
- обґрунтувати підходи до оцінки економічної ефективності інвестиційних проектів;
- розрахувати вплив ризику на прийняття рішень інвестиційного характеру;
- сформулювати збалансований портфель реальних інвестицій для кондитерського підприємства.

Об'єктом дослідження є фінансовий стан підприємств кондитерської промисловості, рівень якого впливає на інвестиційну привабливість та впровадження ефективних інвестиційних проектів.

Предметом дослідження є сукупність теоретичних, методологічних та організаційних аспектів фінансового аналізу інвестиційної привабливості проектів.

Методи дослідження. Теоретичною і методологічною основою роботи є вітчизняні і закордонні дослідження учених-економістів з питань фінансового аналізу, спеціальна економічна література, законодавчі і нормативні акти України, матеріали наукових конференцій, дані бухгалтерського обліку, статистичної звітності.

У процесі здійснення дисертаційного дослідження автором використано методи статистичного та порівняльного аналізу, за допомогою яких виявлено особливості стану та тенденції розвитку кондитерської

промисловості. При розкритті змісту категорій “інвестиційний проект” і “фінансовий аналіз” та визначення їх місця в сучасній системі управління підприємством застосовано метод системного підходу. При побудові діаграм та схем у роботі використовувались графічні методи. Для аналізу ризиків при реалізації інвестиційних проектів - методи економіко-математичного моделювання. Для побудови портфеля реальних інвестиційних проектів застосовано економіко-математичні методи та прогнозування.

Наукова новизна отриманих результатів полягає у розгорнутому, концептуальному та системному підході щодо вдосконалення фінансового аналізу інвестиційної привабливості проектів; розробці організаційних і методичних процедур, що відповідають сучасним умовам господарювання, застосування яких сприятиме підвищенню ефективності управління виробництвом.

На основі виконаного наукового дослідження отримано наступні основні результати:

- визначено основні тенденції розвитку кондитерської промисловості з точки зору інвестиційної привабливості, суть яких полягає у використанні низки показників, які характеризують її роботу;
- обґрунтовано методіку визначення напрямів інвестиційної стратегії кондитерського підприємства за допомогою матриці SWOT – аналізу. Оцінку можливостей, загроз, переваг та недоліків пропонується проводити за такими напрямками: характеристика продукції; параметри виробництва; фінансовий стан; становище на ринку продукції; рівень конкуренції; рівень державного регулювання;
- запропоновано комплексну методіку проведення фінансового аналізу інвестиційної привабливості проектів в умовах ринку і при цьому обґрунтовано теоретичну модель взаємозв'язку процесів аналізу та управління інвестиціями на підприємстві (в даний час використовуються окремі складові методіки);
- удосконалено методіку оцінки інвестиційної привабливості суб'єкта господарювання, основу якої складає сформована система інтегрованих показників і методів фінансового аналізу;

- побудовано економіко-математичну модель визначення вартості капіталу кондитерського підприємства в умовах існуючого фінансово-кредитного середовища з допомогою задачі лінійного програмування та здійснено її програмну реалізацію засобами MS EXCEL;
- обґрунтовано методи і показники оцінки ефективності інвестицій і при цьому запропоновано методику інтегральної оцінки проектів з використанням показників NPV (*Net Present Value*) та PI (*Profitability Index*), поєднання яких дасть змогу одночасно побачити проект з точки зору отримання доходу в абсолютних одиницях і рівня отриманого доходу на кожен інвестовану гривню;
- розроблено економіко-математичний інструментарій для оцінки впливу ризиків на ефективність інвестиційних проектів, суть якого полягає у розрахунку оптимістичних, песимістичних та найімовірніших сценаріїв обсягу реалізації кондитерської продукції на існуючому ринку з допомогою методу Холта і методів лінійної і квадратичної регресії;
- запропоновано економіко-математичну модель формування інвестиційного портфеля реальних інвестиційних проектів на кондитерському підприємстві, яка ґрунтується на оптимізації співвідношення доходності і ліквідності та доходності і ризику.

Практичне значення отриманих результатів полягає у можливості використання теоретичних і практичних розробок, запропонованих у дисертації на підприємствах кондитерської промисловості..

Методику фінансового аналізу підприємства та інвестиційного проекту можна використати на кондитерських підприємствах з метою забезпечення їх необхідною аналітичною інформацією стосовно інвестування. Окремі пропозиції і рекомендації, викладені у дисертаційній роботі, впроваджені на ВАТ "ТерА" (довідка № 45 від 27.02.2002 р.) та ТзОВ ВКФ "Луцьккондитер" (довідка № 59 від 2.03.2002 р.). Крім того, основні положення наукового дослідження використовуються у навчальному процесі Тернопільської академії народного господарства при вивченні дисциплін "Фінансовий аналіз", "Економічний аналіз діяльності підприємств", "Проектний аналіз".

Особистий внесок здобувача. Представлені у дисертаційній роботі рекомендації і пропозиції розроблені особисто авторкою і наведені у її наукових працях.

Апробація результатів дисертації. Основні положення дисертаційного дослідження відображено в доповідях на Міжнародній науково-практичній конференції “Економічна безпека України в період ринкових реформ” (м. Київ, 2000 р.), на Всеукраїнській науковій конференції студентів та молодих вчених “Управління розвитком соціально-економічних систем: глобалізація, підприємництво, стає економічне зростання” (м. Донецьк, 2000 р.), на Всеукраїнській науковій конференції “Шляхи активізації вітчизняного виробництва: теорія та практика, проблеми підготовки фахівців” (м. Хмельницький, 2001 р.), на Міжнародній науково-практичній конференції “ Економічний аналіз в Україні на початку ХХІ століття” (м. Тернопіль, 2001 р.).

Публікації. За результатами виконаного дослідження опубліковано 11 наукових праць загальним обсягом 2,65 д. а. При цьому у фахових наукових виданнях опубліковано 7 робіт загальним обсягом 1,8 д. а.

Структура та обсяг дисертації. Робота складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел та додатків. Дисертація містить 200 сторінок машинописного тексту, в тому числі 22 рисунки на 15 сторінках, 30 таблиць на 17 сторінках, 13 додатків на 37 сторінках. Список використаних джерел займає 145 найменувань і займає 11 сторінок.

РОЗДІЛ 1

КОНЦЕПТУАЛЬНА СУТНІСТЬ ІНВЕСТИЦІЙ ТА ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ

1.1. Інвестиційна привабливість та перспективи розвитку кондитерської промисловості

Перехід України до ринкових відносин викликав потребу в формуванні принципово нового механізму інвестування, адекватного сучасній економіці. Це обумовлено розділенням функцій держави та недержавних структур в інвестиційному процесі, значним ростом кількості об'єктів інвестування, зміною складу і співвідношення внутрішніх і зовнішніх джерел інвестування, способу розподілу інвестицій на основі визначення критерію ефективності інвестування – доходності вкладень.

Інвестиції - це один з найбільш важливих і дефіцитних ресурсів будь-якої національної економіки, використання яких дозволяє удосконалювати виробництво, покращувати якість продукції, збільшувати кількість діючих робочих місць.

В даний час в теоретичній і практичній діяльності вчених взятий напрямок на розширене трактування інвестицій та інвестиційного процесу, в якому враховується різноманітність об'єктів, суб'єктів, джерел, виробничих відносин з приводу формування і відтворення інвестицій.

Згідно із Законом України "Про інвестиційну діяльність" - "Інвестиції - це всі види майнових і інтелектуальних цінностей, які вкладаються в об'єкти підприємницької та інші види діяльності, в результаті чого створюється

прибуток, або досягається соціальний ефект" [1]. У монографії А. Шарпа "Інвестиції", зазначається: "У найбільш широкому розумінні термін "інвестування" означає розлучитися з грошима сьогодні, щоб отримати більшу суму їх у майбутньому" [135, с.8]. Ця мета інвестицій підкреслюється і в працях І. Бланка "Інвестиційний менеджмент", А. Мертенса "Інвестиції" [11; 79]. В. Шевчук і П.Рогожин розглядають дане поняття з двох сторін, а саме: фінансової, за якою інвестиції – це активи, кошти, що вкладаються в господарську діяльність з метою отримання доходу; економічної, де інвестиції розглядаються як видатки на створення, розширення, реконструкцію та технічне переозброєння основного та оборотного капіталу [137, с. 6].

Таким чином, на основі аналізу і узагальнення результатів теоретичних досліджень та методологічних підходів зарубіжних і вітчизняних вчених, ми дійшли висновку, що економічна сутність інвестицій повинна відображати:

- затрати не тільки на приріст капіталу, але й на його відтворення;
- у визначенні терміну "інвестиції" необхідно поєднати макроекономічний і мікроекономічний підходи, бо кругообіг інвестицій здійснюється і в рамках підприємства, регіонів і всього народного господарства.

Отже, "Інвестиції – це вкладення грошових, матеріальних і інтелектуальних цінностей в об'єкти підприємницької діяльності з метою отримання більших прибутків або соціального ефекту у майбутньому". Інвестиції в об'єкти підприємницької діяльності здійснюються у різних формах. З метою обліку, аналізу і планування їх класифікують за різними ознаками (рис. 1.1). Як видно з рисунку, за видами виділяють реальні і фінансові інвестиції. Під реальними розуміють вкладення засобів у реальні активи – як матеріальні так і нематеріальні. Інколи вкладення в нематеріальні активи пов'язані з науково-технічним прогресом називають іноваційними інвестиціями.

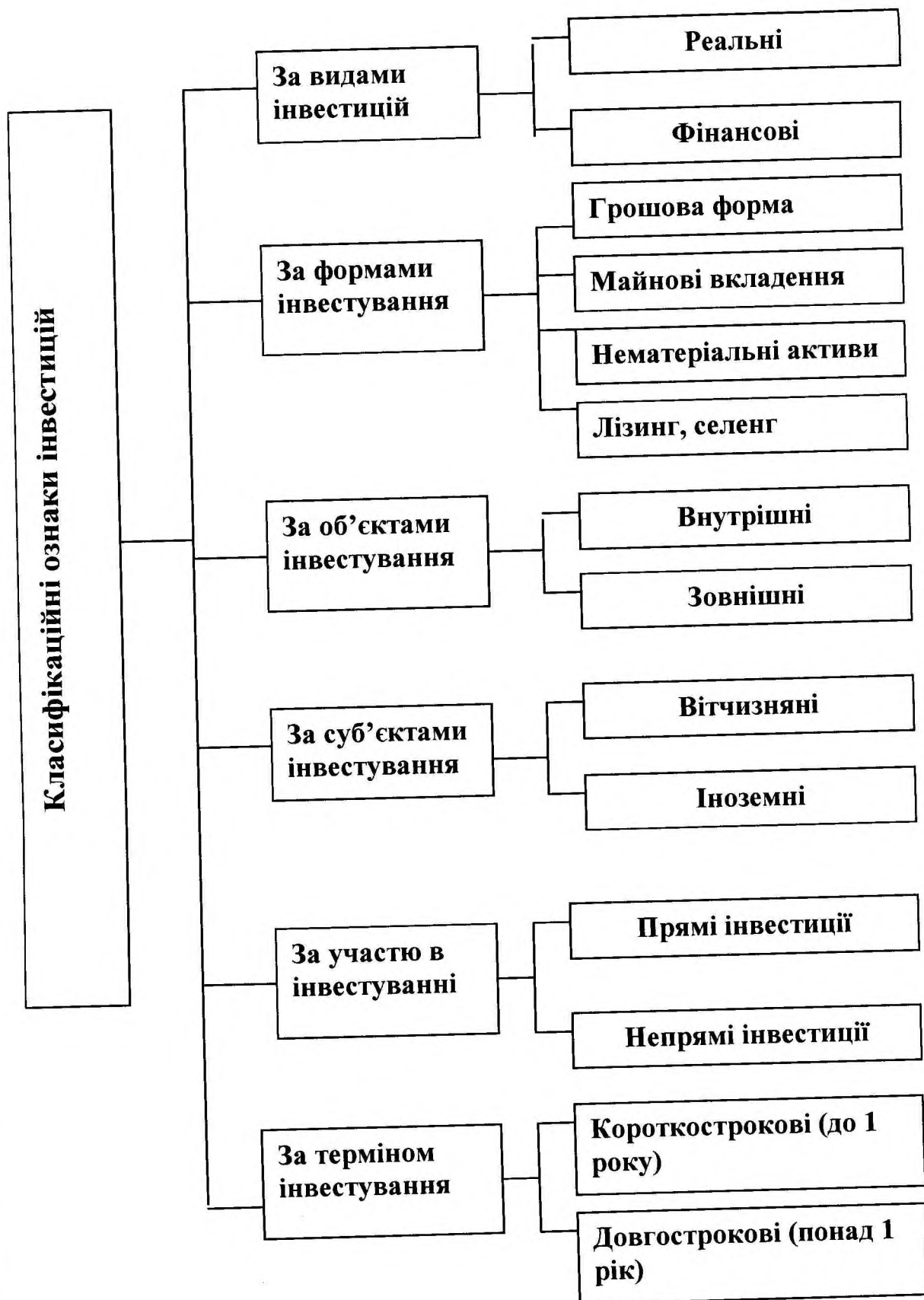


Рис. 1.1. Класифікація інвестицій за ознаками

Під фінансовими розуміють вкладення засобів в різні фінансові інструменти, серед яких значна частка належить цінним паперам [11, с. 17].

За характером участі в інвестуванні виділяють прямі і непрямі інвестиції. Під прямими розуміють безпосереднє вкладення засобів інвестором в об'єкти інвестування.

Під непрямыми – вкладення засобів інвестора в об'єкти через посередників. У такому випадку інвестори купують цінні папери інвестиційних фондів чи інших фінансових посередників, а останні, зібрані таким чином інвестиційні засоби розміщують за своїм бажанням, вибираючи найефективніші об'єкти інвестування, а отримані доходи розподіляють серед своїх клієнтів [11, с.17]. За періодом інвестування розрізняють короткотермінові та довготермінові інвестиції. Короткотермінові вкладення засобів здійснюється на період до одного року. Під довготерміновими розуміють вкладення засобів терміном більше одного року.

За формами інвестування розрізняють вкладення у грошовому виразі, майнові вкладення, нематеріальних активів, лізингу, селенгу, тощо. Лізинг розглядається як один із різновидів довготермінового кредиту, що надається у натуральній формі і погашається частинами. Селенг – це специфічна форма зобов'язань, котра полягає в передачі власником прав на використання і розпорядження його майном за певну плату. Як майно можуть використовуватись будівлі, споруди, устаткування, сировина, грошові засоби, цінні папери, результати інтелектуальної та творчої праці [140, с.233].

Суб'єктами інвестування є вітчизняні та іноземні держава, підприємства та громадяни. За формами власності інвесторів виділяють інвестиції приватні, державні, зарубіжні і спільні. Під приватними інвестиціями розуміють вкладення засобів, що здійснюються громадянами, а також підприємствами недержавних форм власності. Під державними інвестиціями розуміють вкладення, що здійснюють центральні і місцеві органи влади і управління за рахунок засобів бюджету, позабюджетних

фондів і позичених засобів, а також державними підприємствами і організаціями за рахунок власних і позичених коштів. Під зарубіжними інвестиціями розуміють вкладення, що здійснюються зарубіжними громадянами, юридичними особами і державами. Під спільними інвестиціями – вкладення, що здійснюються суб'єктами даної країни і іноземними партнерами.

Слід зазначити, що інвестиції обертаються на ринку. Ринок інвестиційних ресурсів – це сфера ринкових відносин, де формується інвестиційний попит і пропозиція, тобто це сукупність економічних взаємовідносин з приводу розподілу вільного капіталу [104, с.14]. Зрозуміло, що розподіл інвестиційних ресурсів здійснюється у найпривабливіші галузі та підприємства.

Вважаємо, що інвестиційну привабливість необхідно розглядати на рівні країни, галузі, регіону, підприємства. Підприємство в цій системі є кінцевою точкою вкладення коштів, де реалізуються конкретні проекти. А привабливість кожного проекту буде визначатися привабливістю всіх названих складових. (рис. 1.2.)

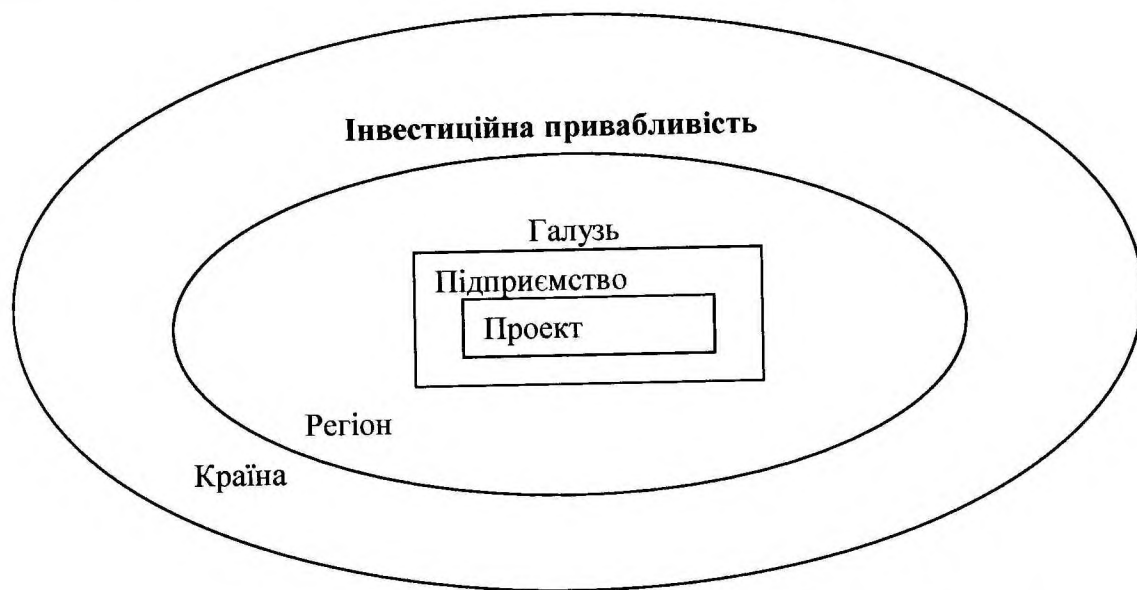


Рис. 1.2. Середовище формування інвестиційної привабливості проекту.

Іншими словами для стратегічного інвестора не будуть достатньо переконливими аргументи щодо інвестування коштів у підприємство, якщо розвиток галузі знаходиться у кризовому становищі. Також, не дивлячись на фінансову вигідність проекту, ризик політичної і економічної нестабільності у державі зведе нанівець будь-які зусилля по залученню інвестора.

Отже, інвестування в Україні слід розглядати як багатопланову проблему. Через те інвестиційна привабливість, як поняття, не лише увійшло до складу економічних термінів, але й стало об'єктом наукових пошуків, набуло широкого практичного використання.

Треба зазначити, що в сучасній економічній літературі немає чіткості у визначенні сутності інвестиційної привабливості та системи її оцінки.

Економіст Глазунов В. Н. стверджує, що оцінка інвестиційної привабливості повинна дати відповідь на питання, куди, коли і скільки ресурсів може спрямувати інвестор у процесі здійснення інвестицій [26, с.3]. Цим самим досліджуваний процес в основному зводиться до зіставлення інвестиційних можливостей суб'єкта з потребами в інвестиціях.

Русак Н.О. і Русак В.А. зводять визначення інвестиційної привабливості до евристичних методів, пов'язаних з ранжуванням досліджуваних об'єктів на підставі оцінки спеціалістів [101, с. 43]. Звідси, інвестиційна привабливість стосується порівняння кількох суб'єктів з метою визначення кращого та гіршого.

Багато науковців прирівнюють інвестиційну привабливість до оцінки ефективності інвестиційних проектів [20, с.35; 35, с.4; 130, с.115]. Але слід зазначити, що до інвестиційного портфеля повинні входити найбільш ефективні проекти. Проте на ранніх стадіях його формування інвестор не завжди має можливість реально оцінити кожен з досліджуваних проектів. Розрахунок ефективності інвестицій – складний процес, що вимагає обробки великого обсягу інформації.

Під інвестиційною привабливістю також розуміють наявність економічного ефекту від вкладення в акції даного підприємства. Методика ґрунтується на використанні детермінованого факторного аналізу і пропонує розрахунок коефіцієнтів, їх групування за економічним змістом, обґрунтування одержаних значень і оцінку поточного фінансового стану [50, с.56; 91, с.65].

Досить повно, на нашу думку, розкрив дане поняття І. О. Бланк. Він розуміє інвестиційну привабливість як інтегральну характеристику окремих підприємств - об'єктів майбутнього інвестування з позиції перспективності розвитку, обсягу і перспектив збуту продукції, ефективності використання активів та їх ліквідності, стану платоспроможності і фінансової стійкості. І. О. Бланк пропонує здійснювати оцінку майбутніх об'єктів інвестування як з допомогою методів маркетингового, так і фінансового аналізу, наголошує на необхідності інтегрованого узагальнення результатів оцінки [11, с. 400]. Однак дане визначення може стосуватися тільки вивчення привабливості фірми в плані перспективи здійснення фінансових інвестицій і не враховує оцінки окремих об'єктів реального інвестування в умовах обмеження інвестиційних ресурсів.

Цікавим є підхід Крупки Я. Д. [64, с.216], який розглядає інвестиційну привабливість підприємства як систему дій потенційного інвестора, що спрямована на підбір найбільш перспективних і ефективних проектів, які відповідають його ресурсам і можуть входити до інвестиційного портфеля.

Узагальнивши вищесказане, ми пропонуємо таке: "Інвестиційна привабливість – це система дій потенційного інвестора, що спрямована на підбір найприбутковіших проектів, мають перспективи бізнесу і невисокий рівень ризику".

У сучасній літературі є спроби провести оцінку, аналіз фінансового забезпечення інвестиційної привабливості окремих галузей та регіонів України, а також підприємств, фірм, компаній.

Так, інвестиційний клімат держави науковці розглядають як сукупність політичних, правових і соціальних умов, що забезпечують інвестиційну діяльність вітчизняних і зарубіжних інвесторів [104, с.16]. Економісти пропонують визначати привабливість держави за такими критеріями: стійке економічне становище; гнучка податкова політика, чітко сформульоване законодавство тощо.

Проведені спеціалістами дослідження інвестиційної привабливості окремих регіонів свідчать, що найнижчим є рівень привабливості у Західному регіоні (за винятком Львівської області), який на 20-30% нижчий, ніж в цілому по Україні [11, с.100]

У результаті опрацювання різних підходів щодо поняття привабливості галузі [11; 64; 104], ми виділили такі напрямки:

- значення продукції, асортимент, її особливості;
- частка експорту, залежність від імпорту, частка галузі у ВВП, основні споживачі продукції;
- рівень конкуренції чи монопольності, особливості ринку збуту, фактичні та потенційно можливі обсяги ринку;
- розмір, зрілість і характер конкуренції в галузі;
- інновації і технологічні зміни;
- фінансові умови роботи галузі – рівень загальної прибутковості, середня рентабельність, віддача на вкладений капітал, оборотність активів, їх середня ліквідність;
- загальні обсяги продажу продукції галузі протягом останніх років, очікуваний ріст продаж продукції галузі;
- кількість нових фірм, які ввійшли в галузь протягом останніх років;

Опираючись на вищеназвані показники, охарактеризуємо кондитерську промисловість з точки зору інвестиційної привабливості.

Кондитерська промисловість – це одна з основних галузей харчової промисловості України. Вона є одним із найбільших реципієнтів інвестицій у вітчизняну економіку. (Таб. 1.1).

Таблиця 1.1

Прямі іноземні інвестиції за галузями економіки України у 2000 р., млн. дол. США [За даними Держкомстату України]

Всього	3865,5	100 %
Харчова	775,5	20 %
Торгівля	727,7	18,8 %
Машинобудування	347,6	9,0 %
Чорна металургія	150,1	3,9 %
Будівництво	125,0	3,2 %
Сільське господарство	78,8	2 %
Легка	43,3	1,1 %
Борошномельнокруп'яна	27,6	0,7 %

Слід зазначити, що кондитерські вироби - це група харчових продуктів досить широкого асортименту, які значно розрізняються за рецептурним складом, технологією виробництва і споживчими властивостями. Та попри те, що їх не вважають продукцією першої необхідності і вони не входять до складу “споживчого кошика”, ці вироби, завдяки своїй споживчій привабливості, користуються неабияким купівельним попитом у населення. А якщо до цього додати, що це продукція, яка наповнює бюджет, то стає зрозумілим значення галузі в економіці держави.

Ситуація, що склалася за останні роки у виробництві вітчизняної кондитерської продукції в основному відображає процеси, які відбувалися в економіці країни.

До 1991 р. кондитерська промисловість посідала провідне місце у структурі виробництва кондитерських виробів колишнього Радянського

Союзу (понад 1/4 загального виробництва кондитерських виробів). В умовах ринкових відносин вона залишалась однією з небагатьох галузей, що зуміла вижити та не поступитися ринком імпортом кондитерським виробам.

На рейки ринкових умов кондитерам допомогла перейти приватизація. Нині всі підприємства галузі приватизовані колективами, а також є власністю вітчизняних та зарубіжних інвесторів.

Українська кондитерська промисловість - це 28 підприємств і об'єднань, багато дрібних цехів, котрі входять у ЗАТ "Укркондитер". Обсяги виробництва за 1996-2000 роки зображено за допомогою діаграми (рис. 1.3).

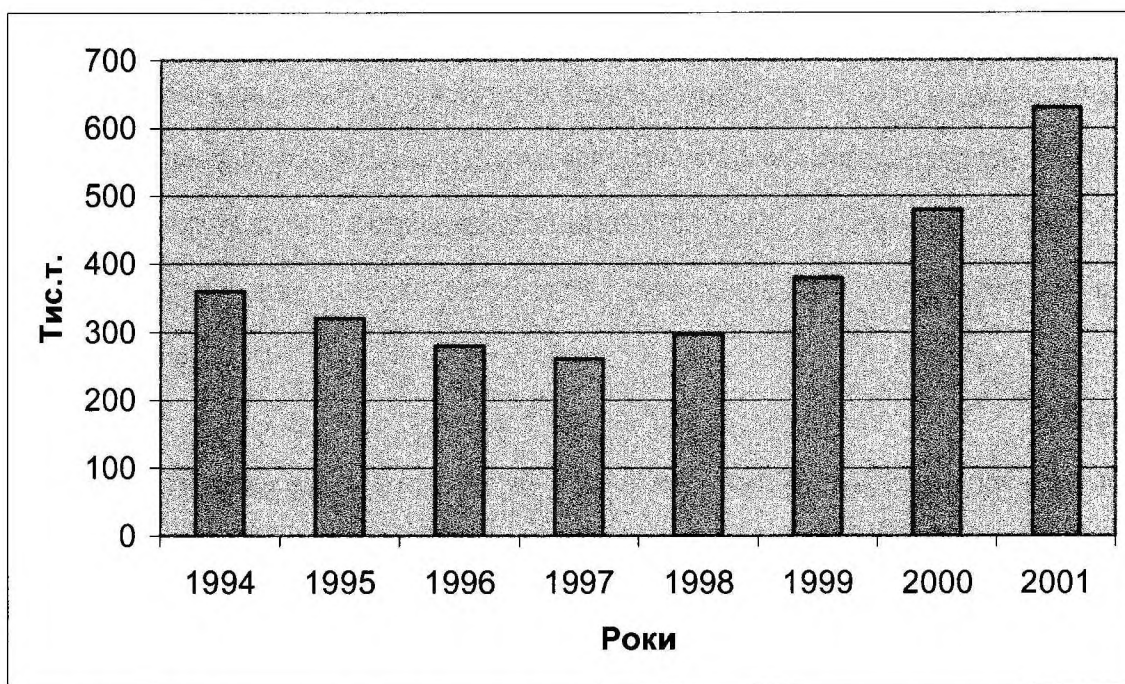


Рис. 1.3. Обсяги виробництва кондитерських виробів підприємствами ЗАТ "Укркондитер" [за даними Укркондитер].

У 1999, 2000 рр. за даними ЗАТ "Укркондитер", темпи росту кондитерських виробів в Україні склали відповідно 32% і 27-28% (Додаток А). Дані ЗАТ "Укркондитер" свідчать, що найбільший зріст у 1999 порівняно з 1998 роком спостерігався у виробництві бісквітних виробів – 34%, 38% - карамелі, 41% – вафлів. Показник росту по цукерках 24%, а саме

по шоколадних – 1%. Зате виробництво цукерок у художніх коробках збільшилось на 28% у порівнянні з 1998 роком . З рисунку 1.3 видно, що у виробництві кондитерських виробів спостерігається тенденція до зростання.

Асортимент кондитерських виробів, які виготовляють вітчизняні кондитери різноманітний: цукристі (карамель, драже, м'які цукерки глазуровані й неглазуровані шоколадом, ірис, халва, східні солодощі); шоколадні (шоколад, шоколадні батончики, какао-порошок, солодкі плитки на твердому жирі); борошняні (зтяжне печиво, галети, крекери, торти, пряники, вафлі, бісквіти); спеціального призначення (борошняні вироби із зниженим вмістом цукру, дієтичні кондитерські вироби і продукція для діабетиків, вироби дитячого харчування) (Додаток Б). Повний асортимент кондитерських виробів випускають лише великі фабрики. На середніх і малих він обмежений 1- 3 видами борошняної та 5 - 6 видами цукристої продукції. Два підприємства промисловості вузькоспеціалізовані: Харківська бісквітна фабрика, на якій виготовляють вироби з борошна і АТ "Крафт Якобз Сушард", яке виготовляє всю номенклатуру шоколадних виробів (Таб.1.2)

Таблиця. 1.2

Кількість найменувань продукції у деяких українських виробників

Кондитерський концерн "А.В.К."	200
АТЗТ "Харківська бісквітна фабрика"	99
ВАТ " Крафт Якобз Сушард"	60
ЗАТ "Одеса"	240
АТЗТ " Дніпропетровська кондитерська фабрика"	270
ЗАТ "Житомирські солодощі"	200
ЗАТ "Чернівецька кондитерська фабрика"	200
ЗАТ Чернігівська фабрика "Стріла"	105
Тернопільська кондитерська фабрика	75

При виробництві різноманітних груп кондитерських виробів використовуються такі основні види сировини: цукор, цукристі речовини і цукрозамінники, фруктово-ягідна і овочева сировина, борошно, крохмаль, жири і масла, молоко і молочні продукти, горіхові і олійні ядра, драглеутворювачі. Як додаткова сировина використовуються: кухонна сіль, дріжджі та хімічні розрихлювачі, емульгатори, піноутворювачі, спирт, коньяк, вина, лікєро-горілчані вироби, харчові кислоти, ароматизатори, барвники, прянощі, добавки харчових волокон, біологічно-активні речовини, вітаміни. Як допоміжні матеріали використовуються парафін, віск, тальк.

Слід зазначити, що за останні роки змінилось технологічне обладнання для виробництва цукерок, з'явилися нові патєко-механізовані лінії, розробляються нові види виробів, використовуються нові нетрадиційні види сировини.

Використання власних коштів та інвестицій дало змогу підприємствам значно поліпшити зовнішній вигляд кондитерських виробів, замість парафінових впровадити етикетки на плівкових матеріалах. Впровадження обладнання для герметичної упаковки фірм "Хемосвіт", "Сельєр Белот" типу "флю-пак" дало змогу технологам створити вітчизняні "гулівери", "капітошки", "котики-братики" і т.п.

Усі кондитерські фабрики згруповані за обсягами виробництва, що дає змогу виділити три групи виробників. До великих підприємств (обсяг виробництва більше 10 тис. тон в рік) відносяться Львівська, Одеська, Харківська бісквітна, Дніпропетровська, Сумська кондитерські фабрики, концерн "Укрпромінвест", концерн "А.В.К." (Додаток В). Одна з найбільш потужних груп у кондитерському бізнесі концерн "ROSHEN" (у минулому концерн "Укрпромінвест") сьогодні - утримує в середньому 25% ринку (рис.1.4.) У Донецькому регіоні активно працює концерн "А.В.К.", який утримує 13% українського ринку. Середні за обсягами виробництва (3-10

тис. тон в рік) Харківська, Запорізька, Житомирська, Хмельницька, Чернівецька, Полтавська, Луцька, Івано-Франківська кондитерські фабрики.

Дрібні, які випускають менше 3 тис. тон в рік – Сімферопольська, Миколаївська, Рівненська, Чортківська, Чернігівська, Тернопільська кондитерські фабрики.

Спеціалісти оцінюють ємність українського ринку кондитерських виробів на рівні 1 млн. тонн в рік [105, с. 9].

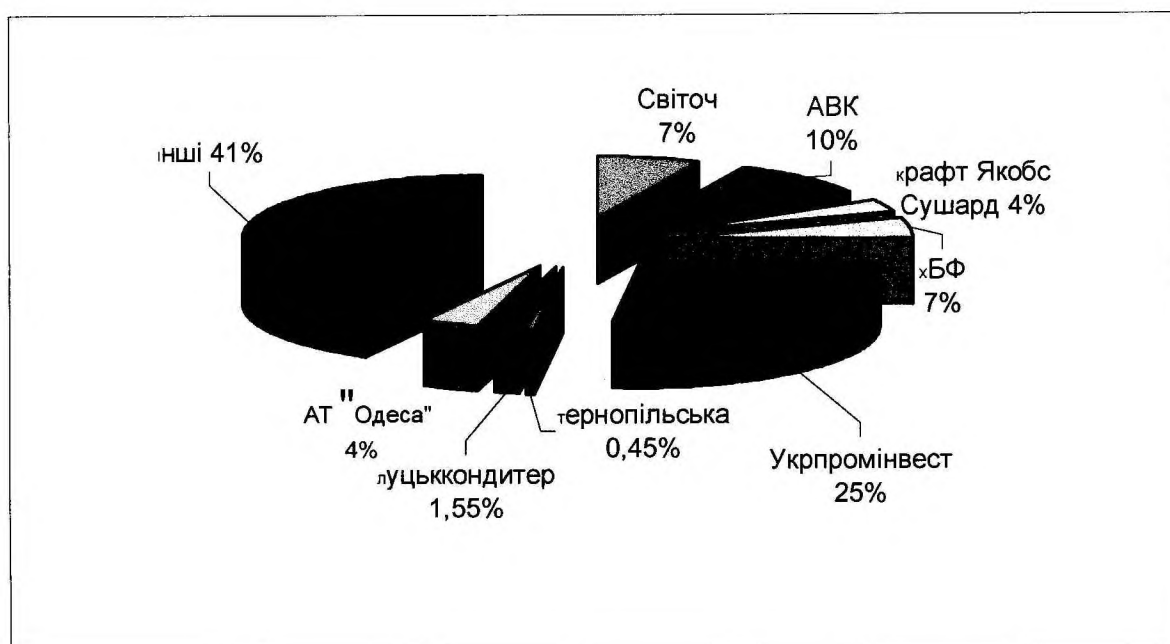


Рис. 1.4. Розподіл ринку кондитерських виробів [За даними Укркондитер]

Ще в 1990 році ринок повністю був насичений кондитерською продукцією, при цьому третину складав імпорт. Тільки підприємства "Укркондитера" за інформацією Держкомстату випускали біля 635, 7 тис. тонн і їх потужності були завантажені на 100 %. Сьогодні потужність всіх підприємств оцінюється на рівні 830 тис. тонн на рік. Якщо до виробленої в Україні продукції додати імпорт і відняти експорт, то ми побачимо, що в 2000 році споживання було на рівні 451, тис. тонн солодоців (в середньому на людину припадало 9 кг).

За даними Держмитслужби, у 2000 році Україна експортувала 220,2 тис. т кондитерських виробів на суму 170,7 млн. дол. Найбільшу частку становлять цукристі вироби. Основною країною, куди Україна експортує солодоші є Росія. Крім російського ринку українська продукція просувається на ринках Казахстану та Прибалтики. Імпорт у 2000 році склав 12 тис. тонн на суму 24708,5 тис. доларів. Найвагомішу частку тут зайняли кондитерські вироби. (Додаток Д)

В результаті аналізу діяльності підприємств та їх частки ринку можна виділити декілька груп виробників. До першої групи належать підприємства, які покращили свій фінансовий стан за допомогою іноземних інвестицій. Прикладом може бути діяльність в Україні швейцарської фірми "Крафт Якобз Сушард", яка свого часу придбала 88% акцій Тростянецької шоколадної фабрики "Україна". Швейцарська фірма гарантувала внесення понад 22 млн. доларів США у формі довгострокових кредитів. За рік, що минув після проведення тендера, новим співвласником освоєно 45 видів продукції, а обсяг виробництва на фабриці зріс в 1,6 рази. Особливу увагу нові господарі приділили контролю за якістю сировини, що надходить та санітарному стану виробництва. На Тростянецькій шоколадній фабриці "Крафт Фудз Україна" кардинально переоснащено виробництво шоколадних мас, встановлено сучасне обладнання швейцарської фірми "Блер", впроваджено термообробку какао - бобів.

Друга група – це підприємства, які залучили вітчизняних інвесторів. Прикладом є концерни "Укрпромінвест" (Вінницька фабрика, Маріупольська, Кременчуцька, Київська ім. К. Маркса) та "А.В.К." (Донецька, "Март", "Плела", Мукачівська, Луганська кондитерські фабрики).

Третя група - це підприємства, які вижили у сучасних умовах самостійно. Як приклад виступає Харківська бісквітна фабрика. Підприємство настільки добре налагодило виробництво, що може дозволити собі інвестувати в інші кондитерські підприємства (Харківська

кондфабрика). Окрім Харківської бісквітної фабрики самотужки вижили у нових ринкових умовах Дніпропетровська, Одеська, Полтавська фабрики.

Серед проблем кондитерської промисловості слід виділити постійну зміну цін на цукор та борошно, а також зміну митних тарифів на імпортовану сировину (какао-боби, фундук). Це спричиняє збільшення собівартості кондитерських виробів, зростання цін, а звідси і зменшення попиту. Значна частина підприємств потребує переоснащення, адже 18% діючого обладнання не відповідає світовому рівню, а 25% - потрібно замінити негайно. (Додаток Е).

Таким чином, в результаті аналізу привабливості кондитерської промисловості для потенційних інвесторів слід відзначити такі особливості:

1. Серед переваг потрібно виділити добру сировинну базу, велику швидкість обігу коштів, відносно невисоку вартість основних фондів.
2. Висока якість продукції, широкий асортимент та значний ринок споживання зумовили тенденції до збільшення реалізації як всередині країни, так і за її межами.
3. У підприємств кондитерської промисловості слід підкреслити високий рівень прибутковості, швидкий термін окупності інвестицій (3 – 5) років, значні перспективи розвитку, невеликий інвестиційний ризик.
4. При визначенні позиції кондитерських підприємств на ринку можна констатувати наявність зв'язку між реалізацією інвестиційних проектів та фінансовими результатами діяльності. При цьому потрібно зазначити, що форми власності інвестиційних ресурсів вирішального значення не мають.
5. Внаслідок інвестування у великі підприємства значних грошових коштів, різко загострилася боротьба за ринки збуту.
6. Технічний стан обладнання середніх та малих кондитерських підприємств перебуває на низькому рівні, а в моральному відношенні воно давно застаріле.

7. Середні та малі підприємства стоять перед необхідністю активної модернізації основних фондів на основі реалізації інвестиційних проектів. Тому залучення інвесторів та впровадження ефективних інвестиційних проектів – один із шляхів поліпшення становища підприємств кондитерської промисловості на ринку.

1.2. Формування інвестиційної стратегії підприємства

Термін "інвестиційна діяльність" неоднозначно трактується у світовій і вітчизняній економічній літературі. Правова система України має понад 100 законів та інших нормативних актів, що регулюють інвестиційну діяльність. Серед них Закон України "Про інвестиційну діяльність", Закон України "Про іноземні інвестиції", Закон України "Про державну програму заохочення іноземних інвестицій в Україні". Законодавство визначає, що всі суб'єкти інвестиційної діяльності незалежно від форм власності та господарювання мають рівні права в частині впровадження цієї діяльності і самостійно визначають цілі, напрями, види і обсяги інвестицій, залучають для їхньої реалізації на договірній основі будь-яких учасників інвестиційної діяльності [1]. Згідно із Законом України "Про інвестиційну діяльність" об'єктами інвестиційної діяльності в Україні є:

- основні засоби, новоутворені й ті, що реконструюються чи модернізуються;
- цінні папери;
- майнові права та права на інтелектуальну власність;
- аналогічні об'єкти і діяльність зарубіжних інвесторів, якщо вона не суперечить законодавству України.

Суб'єкти інвестиційної діяльності – це [1]:

- інвестори;
- виконавці;
- користувачі об'єктів інвестиційної діяльності;
- постачальники товарно-матеріальних цінностей, обладнання та проектних розробок;
- юридичні особи;

громадяни України;
іноземні юридичні та фізичні особи;
державні і міжнародні організації.

Залежно від функцій, які виконує суб'єкт господарювання в інвестиційному процесі, він може бути інвестором, учасником або тим чи іншим одночасно.

Відповідно до Закону України "Про інвестиційну діяльність" під такою діяльністю розуміють сукупність практичних дій громадян, юридичних осіб і держави щодо реалізації інвестицій [1]. Таке формулювання характеризує найбільш загальні риси інвестиційної діяльності на державному рівні. Стосовно конкретних підприємств, Бланк І. О. трактує даний термін "...як процес обґрунтування і реалізації найбільш ефективних форм вкладення капіталу, спрямований на розширення економічного потенціалу підприємства" [11, с.290]. Пресада А. А. ототожнює дане поняття з терміном "інвестиційний процес", діляючи його наступні основні стадії: мотивацію та прогнозування інвестиційної діяльності, обґрунтування доцільності планування інвестицій, державне регулювання і фінансування, проектування, забезпечення матеріально-технічними ресурсами, освоєння інвестицій, передача об'єкту в експлуатацію [95, с.3]. Заслуговує на увагу точка зору Крупки Я. Д., який під інвестиційною діяльністю підприємства розуміє дії, пов'язані з придбанням та реалізацією оборотних активів у процесі управління інвестиційним портфелем підприємства [64, с.25].

Вважаємо, що характер і результати інвестиційного процесу визначаються типом промислового підприємства, з яким вони пов'язані організаційно-економічними зв'язками. Кондитерське підприємство, в рамках якого буде здійснюватись інвестиційний процес – це підсистема зовнішнього середовища, що включає акціонерів, адміністрацію та відповідні функціональні підрозділи (рис.

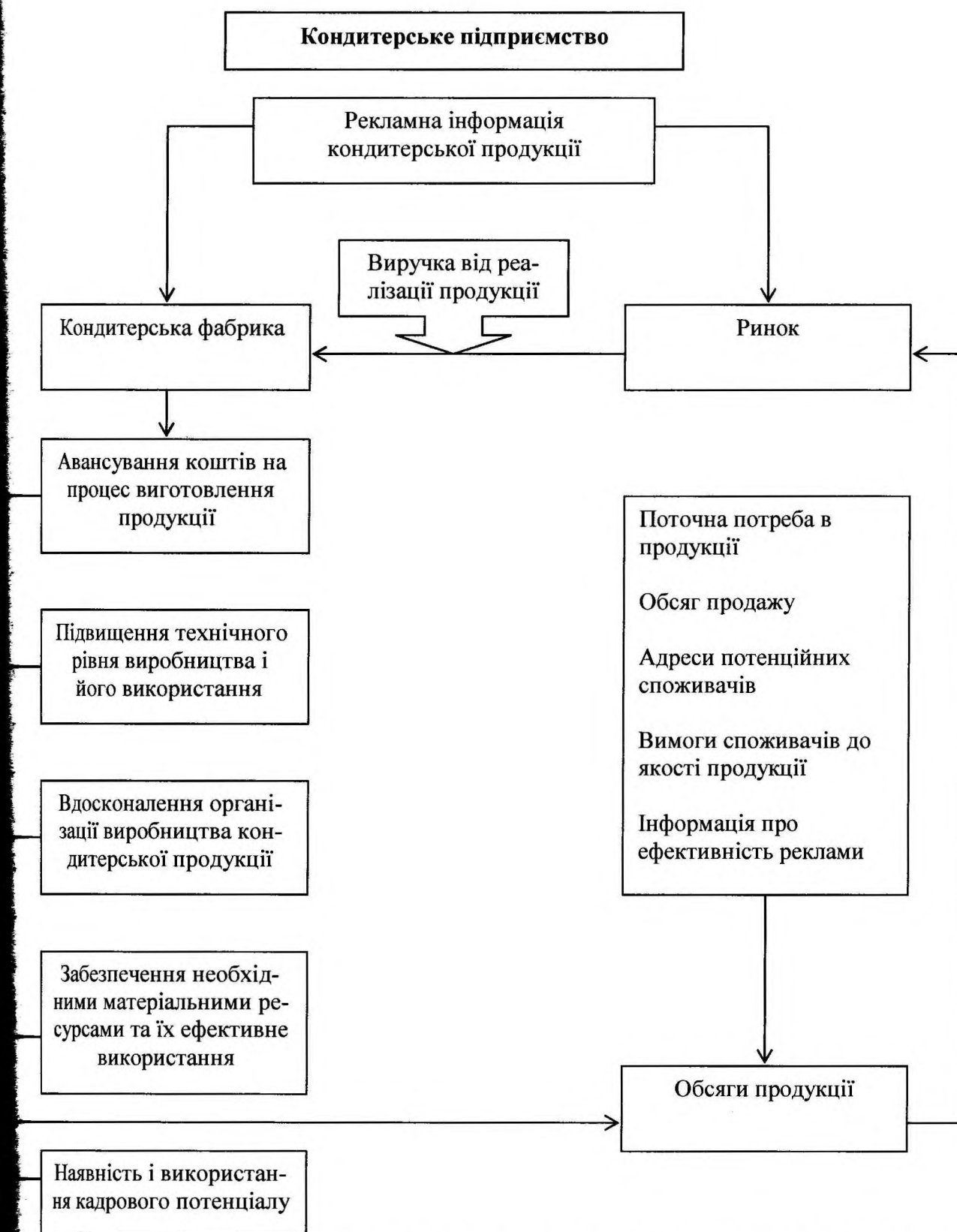


рис. 1.5. Схема функціонування кондитерського підприємства в ринкових умовах.

В даному контексті кондитерське підприємство розглядається як система, що має внутрішній стан і взаємодіє з об'єктами зовнішнього середовища.

Необхідно зазначити, що підприємство, як будь-який керований об'єкт, входить у якості елемента в велику систему і включає у якості складових малі системи. Виробнича ситуація представляє собою стан керованої системи, що характеризується кількісними і якісними показниками виходів, входів і основних параметрів процесу, станом елементів і зв'язків системи, умовами зовнішнього середовища. Та або інша аналізована ситуація в управлінні підприємством є завданням для адміністрації та власників і вимагає від них прийняття рішення. Виділивши систему, у межах якої розглядається дана ситуація, можна визначити рівень, на якому повинно вирішуватися завдання. Диференціюючи спільну проблему на частини, одержуємо низку малих систем, які її утворюють, і цим забезпечуємо інтегрований характер рішення загального завдання. В цілому, з точки зору системного підходу та теорії прийняття рішень відповідно до формування інвестиційної політики підприємства, процес прийняття рішення може бути представлений в наступному вигляді:

- планування інвестицій;
- розробка альтернативних варіантів ведення інвестиційної політики;
- встановлення пріоритетів;
- розподіл наявних ресурсів;
- передбачення результатів;
- вибір найкращого варіанту дії з усіх альтернатив.

При цьому підприємство як система може бути розглянута з точки зору її:

- структури, тобто впорядкування частин системи і потоку інформації, що визначають взаємовідносини і динаміку структури;
- функцій, тобто, цілей, котрих необхідно досягти і котрі ведуть до загальної цілі, частки досягнутих цілей і розв'язаних конфліктів.

Тому, при дослідженні інвестиційних процесів на підприємстві, етап аналітичної роботи необхідно розпочинати з виявлення причинно-наслідкових

зв'язків та мотивації впровадження інвестиційної діяльності. Виділимо головні причини, які спонукають чи можуть спонукати підприємство до ведення інвестиційної діяльності. По-перше, це необхідність капіталовкладень. Коли можливості виробництва не задовільняють більше існуючий чи ймовірний попит, то виникає необхідність інвестицій. Брак виробничих можливостей за стабільного попиту може виявитися результатом використання застарілого обладнання, яке треба замінити, або ж є наслідком зростлого попиту, коли потрібно нарощувати обсяги виробництва. Вважають, що обсяги інвестування залежить головним чином від зміни попиту та політики конкурентів. У першому випадку – це проблема кількості, тобто інвестиції залучають у потужність, у другому – проблема якості, пов'язана з інвестиціями у продуктивність. Розмежування цих двох причин є швидше у теорії, ніж на практиці. Адже внаслідок зростання потужності підприємство майже завжди покращує продуктивність. По-друге – це інвестиційні можливості. Якою б великою не була потреба капіталовкладень, потрібно, щоб підприємство мало змогу це зробити, тобто його фінансовий стан задовільнив потреби підприємства. Можливі такі два випадки:

- підприємство має необхідні кошти для інвестування. Зазвичай підприємець повинен мати достатні заощадження, щоб забезпечити хоча б частково внутрішнє інвестування. Проблема полягає в тому, що надалі можуть знадобитися додаткові кошти, оскільки з розширенням виробництва зростають оборотні активи. Отже сьогоднішні кошти повинні бути достатніми для вирішення проблеми капіталовкладень сьогодні і збільшення касових надходжень завтра.
- підприємство змушене позичати. В такому випадку йому необхідно не лише виплатити вартість, але й взяти на себе додатковий ризик і в разі виникнення ускладнень, пов'язаних з оплатою, потрапити в залежність до кредиторів. Саме тому грошові кошти є важливою умовою інвестування.

Комплекс цих досліджень у цілому дасть змогу висвітлити загальні умови для інвестування, оцінити інвестиційні потреби та інвестиційний капітал підприємства і трансформувати ці дані в інвестиційну програму підприємства.

Доцільність такої оцінки зумовлена необхідністю у таких дослідженнях з огляду на їхню значущість для визначення інвестиційних пріоритетів, місця підприємства на інвестиційному ринку і відчуття та оцінки реальної ситуації, в якій опинилось підприємство, формування заходів для її покращення.

Таким чином, усі інвестиційні процеси на підприємстві можна поділити на дві основні групи: підтримання прибутку і збільшення прибутку (рис. 1.6).

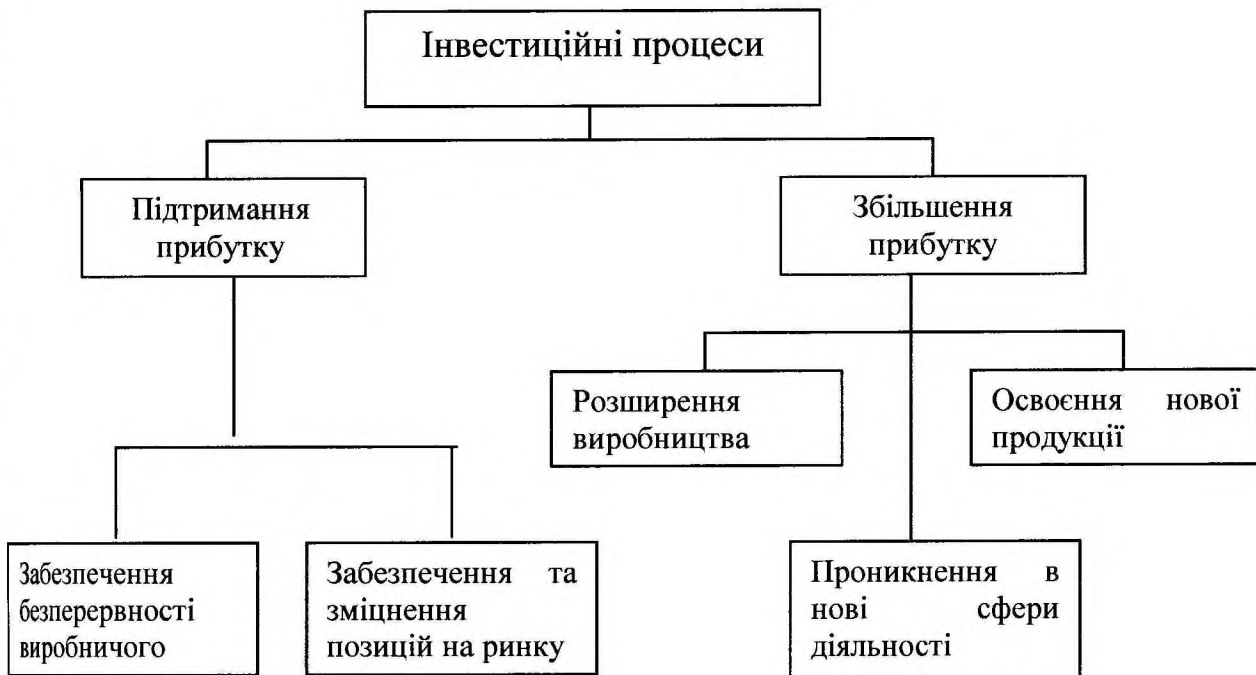


Рис. 1.6. Схема інвестиційного процесу на підприємстві.

До першої групи належать інвестиції, що забезпечують безперервність виробничого процесу (оновлення і заміна основних засобів), або підтримують і зміцнюють позиції підприємства на ринках збуту (зниження собівартості, вдосконалення і підвищення якості продукції, яку випускають. Вони зберігають на кондитерському підприємстві досягнутий економічний стан, стабільність роботи і незалежність, або забезпечують виживання на ринку. Інвестиції другої групи пов'язані з розширенням обсягів виробництва, освоєнням нових видів продукції, виходом на нові ринки, проникненням в інші сфери діяльності, тобто із зростанням і розвитком підприємства.

Отже, інвестиційна діяльність підприємства – це об'єктивний процес, який має свою логіку і розвивається відповідно до притаманних йому закономірностей і відіграє важливу роль в господарській діяльності підприємства.

Слід зазначити, що сам інвестиційний процес починається з визначення інвестиційної стратегії підприємства. Термін "стратегія" означає загальний план для досягнення цілей організації. Під інвестиційною стратегією розуміють комплекс довгострокових цілей і вибір найбільш ефективних шляхів досягнення [104, с.14]. Розробка стратегії підприємства є спеціальним дослідженням із типовими процедурами (рис. 1.7.)



Рис. 1.7. Формування інвестиційної стратегії підприємства [124, с.21].

Доцільність інвестиційної стратегії визначається такими критеріями:

- узгодженість з фінансовими ресурсами, які можуть бути спрямовані на інвестиції;
- ефективність, тобто зіставлення результатів і реальних витрат на їх досягнення;
- визначеність за термінами досягнення встановленої мети;
- оптимальність поєднання очікуваного досягнення потрібної прибутковості та можливих ризиків і невизначеності майбутнього періоду;
- узгодженість запланованих інвестицій із загальноекономічними умовами зовнішнього для підприємства середовища.

На нашу думку, вибір підприємством інвестиційної стратегії залежить від таких факторів (рис. 1.8):

- стадії життєвого циклу кондитерського підприємства;
- стратегії його розвитку в цілому;
- стану внутрішнього і зовнішнього ринку інвестиційних ресурсів;
- інвестиційної привабливості кондитерського підприємства як об'єкта вкладення коштів.



Рис. 1.8. Умови формування інвестиційної стратегії підприємства.

Як видно з рисунку 1.8, інвестиційна стратегія підприємства має бути орієнтована на довгострокові цілі і реалізуватися в процесі поточної господарської діяльності за допомогою відбору відповідних інвестиційних проектів і програм. Формування інвестиційної стратегії підприємства представляє собою складний творчий процес, який ґрунтується на прогнозуванні окремих умов здійснення інвестиційної діяльності і кон'юнктури інвестиційного ринку як в цілому, так і в розрізі окремих його сегментів. Ця стратегія завжди формується в рамках загальної стратегії економічного розвитку підприємства, і повинна узгоджуватися з нею за цілями, етапами, термінами реалізації [104, с.15].

Після формулювання ідеї майбутнього інвестиційного проекту виникає питання, чи здатне підприємство реалізувати цю ідею. Для відповіді на це запитання необхідно проаналізувати стан галузі і місце підприємства в даній галузі. Даний аналіз і є попередньою стадією розробки проекту. На практиці використовуються два показники [37, с. 447]:

- зрілість галузі;
- становище підприємства на ринку.

Аналіз зрілості галузі проводиться, відносячи її до чотирьох стадій розвитку: ембріональному, зростаючому, зрілому та старіючому.

Враховуючи результати досліджень, проведених в параграфі 1.1 (аналіз обсягів реалізації, частка в структурі харчової промисловості), кондитерську галузь ми віднесли до зрілої стадії розвитку. Відповідно до другого критерію потрібно встановити конкурентоздатність підприємства, тобто становище даного підприємства у порівнянні з іншими. Для класифікації розрізняють шість становищ підприємства на ринку: домінуюче, сильне, сприятливе, нестійке, слабе, нежиттєздатне, яке визначається в кожному конкретному випадку.

Початковим етапом у формуванні стратегії підприємства пропонується проведення SWOT-аналізу. SWOT-аналіз — це структурний підхід до оцінки стратегічного положення підприємства за допомогою визначення її сильних (Strength) і слабких (Weakness) сторін, можливостей (Opportunities) і загроз

(Threats) [37, с.445]. Він є простим методом синтезу результатів аналізу діяльності підприємства. Внутрішні сильні і слабкі сторони розглядаються в комплексі з зовнішніми можливостями і загрозами. Щоб SWOT-аналіз дійсно був корисний, необхідно дотримуватися певних правил. По-перше, варто виявляти не тільки абсолютні, але і відносні сильні і слабкі сторони. Відносно сильні сторони можуть виступати як сильні чи слабкі в порівнянні з конкурентами. Так як всі конкуренти роблять якісні товари, то це не може розглядатися як відносно сильна сторона. У результаті аналізу абсолютних і відносних сильних і слабких сторін варто сформувати два переліки. Можна скористатися як абсолютними, так і відносно сильними сторонами, але спосіб і можливість їхнього застосування залежать від того, чи володіють конкуренти такими ж. Відносно сильні сторони забезпечують сферу виняткової компетентності бізнесу. Абсолютно слабкі сторони, що є також і в конкурентів, повинні визначатися, тому що у випадку їхнього подолання вони можуть легко перетворитися у відносно сильні сторони. Відносно слабкі сторони також не повинні залишатися без уваги, тому що вони можуть стати джерелом зниження конкурентоздатності, на них повинна зосереджуватися увага керівництва. По-друге, можливості і загрози повинні фіксуватися як прогнозовані події чи тенденції, що існують поза підприємством, але впливають на ефективність його роботи.

Отже, для формування матриці SWOT-аналізу кондитерського підприємства рекомендується визначення можливостей, загроз, переваг та недоліків проводити за такими критеріями:

- характеристика продукції;
- параметри виробництва;
- фінансовий стан;
- становище на ринку продукції;
- рівень конкуренції;
- рівень державного регулювання.

Слід зазначити, що перші три - відображають внутрішній стан

підприємства, його сильні та слабкі сторони. Наступні три критерії характеризують зовнішній стан середовища стосовно даного підприємства. Детальне висвітлення внутрішніх та зовнішніх проблем підприємства стає основою для визначення найбільш перспективних напрямів розвитку підприємства та інвестування коштів.

У якості критеріїв оцінки прийнятих рішень використовуються різні показники ефекту й ефективності. Однак, намагаються обрати таке господарське рішення, яке б забезпечило найбільші значення цих показників. Незаперечним є той факт, що при зіставленні виробничих ситуацій, в яких використовуються однакові ресурси, найефективнішими з них виявляються ті, де вищий результат, або отримується однаковий результат за менших витрат ресурсів. Складнішими є ситуації, коли досягаються різні ефекти при використанні різних ресурсів. У таких випадках використовують більш складні критерії ефективності.

Оцінку продукції, що випускається підприємством пропонується здійснювати за асортиментом та якістю. Для градації оцінок, що відображають асортимент пропонується три значення - задовільний, неповний, незадовільний. Для градації оцінок, що відображають якість продукції використовуються три значення: висока, задовільна, незадовільна. З допомогою запропонованої системи показників ми можемо оцінити асортимент продукції та її якість відповідно до вимог споживчого ринку. Це дозволить підтримати прийняття рішення щодо оновлення асортименту та підвищення якості продукції.

Параметри виробничого обладнання пропонується аналізувати за наступними показниками: рівень амортизації, продуктивність та вартість ремонтних робіт. З їх допомогою ми можемо здійснити оцінку зносу обладнання за всіма одиницями обліку, виявити ті види обладнання, вартість ремонту яких перевищує прийнятну для підприємства межу та оцінити продуктивність з точки зору тенденцій розвитку ринку. Значення даних показників пропонується відображати у кількісній формі, а рівень амортизації та вартості ремонтних робіт оцінювати у відносних одиницях.

Визначення вартості ремонтних робіт (наприклад, вартість ремонту за рік) ми пропонуємо оцінювати відносно початкової вартості. При цьому фактор тривалості експлуатації не впливає на показник надійності. Це дасть змогу виявити найбільш затратні в експлуатації види обладнання незалежно від часу їх експлуатації.

Фінансовий стан підприємства необхідно аналізувати, розрахувавши значення показників собівартості продукції, ліквідності, рентабельності, оборотності коштів, фінансової стійкості [33; 50; 61]. Їх сукупність відображає фінансові аспекти діяльності підприємства і є цікавою в першу чергу для потенційного інвестора. Вони свідчать про реальні фінансові перспективи підприємства, його інвестиційну привабливість та можливість повернення інвестованих коштів.

Вплив державного регулювання на діяльність підприємств кондитерської промисловості оцінюється за наступними показниками: наявність пільг, обмеження на експорт, обмеження на імпорт та параметри кредитної політики комерційних банків. Наявність пільг у виготовленні та реалізації продукції надає підприємству низку конкурентних можливостей, що доцільно використати. Обмеження на експорт /імпорт продукції суттєво впливають на загальну тенденцію розвитку споживчого ринку і містять приховані можливості та загрози. Їх виявлення теж може суттєво вплинути на зміст інвестиційної діяльності підприємства [37, с. 482].

Аналіз споживчого ринку продукції підприємств кондитерської промисловості пропонується здійснювати на основі прогнозування загальних тенденцій його розвитку. З метою визначення позиції підприємства на ринку необхідно визначити існуючі обсяги реалізації та спрогнозувати тенденції їх зміни. Розрахунок майбутніх обсягів реалізації продукції проводити з урахуванням ризику, тому в даному випадку доцільне застосування економіко-математичних методів.

Рівень конкуренції доцільно визначати з допомогою якісних показників діяльності підприємств галузі. При цьому рівень конкуренції вважається високим, коли на ринку діють декілька підприємств - монополістів, що поділили даний ринок і заважають проникненню на нього конкурентів. Якщо на ринку діють великі та малі незалежні підприємства, то така галузь вважається слабоструктурованою і рівень конкуренції вважається середнім. У випадку відсутності на ринку кондитерської продукції підприємств - монополістів галузь вважатиметься неструктурованою і рівень конкуренції буде низьким [39, с. 164].

Показники внутрішнього стану використовуються для аналізу сильних та слабких сторін підприємства, а показники, що характеризують взаємодію з зовнішнім оточенням - для аналізу можливостей та загроз.

Враховуючи вищевикладене, матриця SWOT-аналізу набуде такого вигляду (таб. 1.4): структурно матриця складатиметься з чотирьох частин: сильних та слабких сторін, можливостей та загроз. Заповнення даної матриці відбувається внаслідок проведення необхідних розрахунків. Для виконання більшості розрахунків використовується бухгалтерська документація. Якісні оцінки просявляються з використанням знань експертів.

Таблиця 1.4

Структура матриці SWOT- аналізу підприємства при формуванні інвестиційної таблиці

Показники	Сильні сторони		Слабкі сторони	
	Задовільний	Неповний	Незадовільний	
Асортимент				
Якість продукції	Висока	Задовільна	Незадовільна	
Вид обладнання:				
рівень амортизації				
ремонтні витрати				
продуктивність				
Фінансовий стан:				
собівартість				
рентабельність				
ліквідність				
оборотність				
фінансова стійкість				
	Переваги		Загрози	
Державний вплив:				
пільги				
обмеження на експорт				
обмеження на імпорт				
кредитне регулювання				
Ринок:				
загальна тенденція				
обсяги реалізації				
тенденція реалізації				
Конкуренція (рівні):	Низький	Середній	Високий	

Аналізуючи інформацію приведену в матриці SWOT-аналізу, адміністрація та власники підприємства формують таку інвестиційну стратегію, котра дозволяє зменшити кількість слабких сторін, максимально можливо реалізувати можливості та уникнути загроз.

Наступним етапом прийняття рішення стосовно реалізації вибраної інвестиційної стратегії є формування портфеля альтернативних інвестиційних рішень, вибір пріоритетів та розподіл наявних ресурсів. З множини проектів здійснюється відбір тих, що відповідають пріоритетним напрямкам інвестування.

Відповідно з визначеними на основі SWOT-аналізу напрямками діяльності, першочергові завдання кожного підприємства кондитерської промисловості формуються у інвестиційні цілі підприємства. Вони можуть полягати в:

- розширенні асортименту продукції (збагачення вітамінами, біодобавками, надання радіопротекторних властивостей);
- використанні ресурсозберігаючих технологій (зокрема, при виробництві пастило-мармеладних виробів, драже, халви);

Для досягнення цих цілей потрібно розробити інвестиційні стратегії, в рамках яких передбачається вирішення наступних завдань:

- використання наявних переваг для реалізації можливостей;
- реконструкція виробництва;
- розвиток виробництва нових видів продукції;
- ремонт нерухомості, яка приносить дохід для підтримання конкурентоспроможності на ринку послуг;
- використання переваг для уникнення загроз;
- інвестиції в ресурсозберігаючі технології;
- перехід на дешевший вид палива;
- розвиток власної сітки збуту;
- використання наявних можливостей для подолання недоліків;
- модернізація обладнання;
- інвестиції в організацію оптових закупівель сировини в інших регіонах;
- інвестиції в організацію служби маркетингу;
- інвестиції в автоматизацію управлінських і технологічних процесів;
- мінімізація недоліків для уникнення загроз.

Вважаємо, що прийняття рішень стосовно інвестиційної діяльності опирається на проблему вибору альтернативних варіантів розвитку в конкурентному середовищі, притаманному тій чи іншій галузі під дією різного роду економічних, правових та інших факторів. Схематично економічні наслідки вибору інвестиційної стратегії представлені на рис. 1.9.

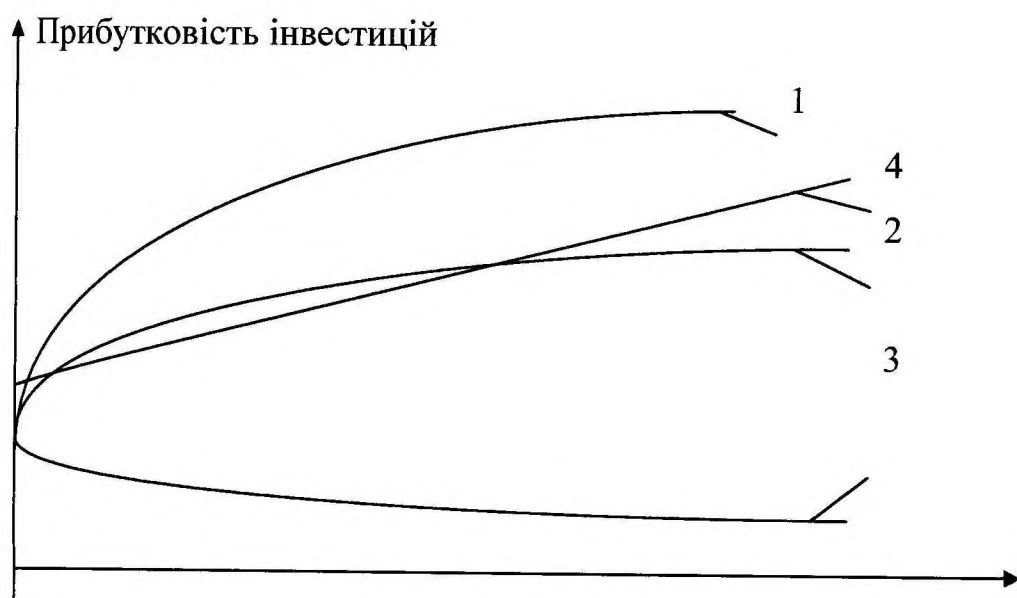


Рис. 1.9. Вплив інвестиційної стратегії на прибутковість підприємства [104, с. 16].

Інвестування: 1-ефективне; 2-активне; 3-пасивне; 4-середньогалузева прибутковість

При інвестиційній бездіяльності з плином часу прибутковість вкладених коштів знижується внаслідок морального і фізичного старіння виробничого апарату, погіршення організації виробництва, що в кінцевому результаті ставить під сумнів майбутнє такого підприємства. Пасивна інвестиційна стратегія передбачає підтримання незмінного розвитку підприємства, приводить до відставання від середньогалузевого рівня і буде мати в майбутньому періоді ті ж наслідки. Активна інвестиційна стратегія, яка забезпечує ріст прибутковості до середньогалузевого рівня вкладень, передбачає відбір і реалізацію різного роду

іноваційних проектів, активну поведінку на ринку. Ефективна стратегія пов'язана з іноваціями, реалізуючими принципово нові технологічні рішення, які відрізняються значним ступінем ризику таких вкладень.

Таким чином, формування ефективної інвестиційної стратегії є одним з першочергових завдань як власників, так і адміністрації підприємства. Для її розробки необхідно з допомогою SWOT-аналізу правильно оцінити внутрішній стан підприємства, виявити потенційні можливості та загрози. На основі отриманих результатів визначити найбільш привабливі для інвестицій напрямки впровадження інвестиційних проектів.

1.3. Етапи обґрунтування інвестиційного проекту

В нових економічних умовах підприємству в особі його власників та адміністрації необхідно самостійно визначати найважливіші напрями своєї інвестиційної діяльності з урахуванням цілей свого розвитку, умов зовнішнього економічного середовища, інвестиційного клімату, фінансового потенціалу. Крім того, формуючи потреби у своїх інвестиціях, кожне підприємство має водночас зважати на можливості залучення інвестиційних ресурсів за рахунок як внутрішніх, так і зовнішніх джерел фінансування. Нарешті, потреба в інвестиціях формується підприємством за конкретними напрямками інвестиційної діяльності, кожен з яких потребує попередньої розробки інвестиційних проектів.

Для вітчизняної практики поняття інвестиційного проекту не є новим. Його відмінність в попередні часи полягала в тому, що основні напрями розвитку виробництва, як правило, визначались на вищому стосовно підприємства рівні управління економікою галузі.

Українські економісти В. Я. Шевчук та П. С. Рогожин дають таку інтерпретацію цього терміну: "Інвестиційний проект – це документ, який містить систему взаємопов'язаних у часі і просторі та узгоджених з ресурсами заходів і дій, спрямованих на розвиток економіки підприємств" [137, с. 52]. Савчук В. П. дає таке визначення терміну проект: "У найбільш загальному розумінні проект – це спеціальним чином оформлена пропозиція про зміну діяльності підприємства, котра переслідує певну мету" [104, с. 67].

Слід зазначити, що найважливішими складовими тлумачення проекту є чітка орієнтація на результативність заходів, необхідність їх досягнення у визначений проміжок часу в умовах обмеженості ресурсного забезпечення.

Тому надалі ми пропонуємо розглядати інвестиційний проект як комплекс взаємопов'язаних заходів, що забезпечує окремі напрями стратегічного розвитку підприємства, шляхом реального інвестування, обґрунтовує потребу у відповідних інвестиційних ресурсах у різних їх формах і містить систему відповідних управлінських рішень із забезпечення найбільш ефективних форм реалізації вкладених у нього інвестиційних цілей.

Ієрархічно інвестиційні цілі можна представити таким чином [31, с.32]:

- прибутковість інвестиційного заходу, що визначається як норма прибутку на інвестиції; капітальні вкладення здійснюються лише у тому випадку, якщо прибуток від них досягає певного, раніше заданого мінімуму;
- зростання виробництва як наслідок щорічного збільшення торгового обороту і частки ринку, що ним контролюється;
- підтримка високої репутації підприємства серед споживачів і збереження контрольованої ним частки ринку;
- досягнення високої продуктивності праці;
- виробництво нової продукції.

Проаналізувавши економічну літературу [8; 11; 19; 31; 104], ми пропонуємо класифікувати інвестиційні проекти за такими ознаками:

1. Залежно від цільової спрямованості всі інвестиційні проекти поділяються на проекти розвитку та проекти санації. Інвестиційні проекти розвитку спрямовані на реалізацію стратегічних цілей підприємства, пов'язаних із зростанням обсягу виробничої діяльності. До них належать також ті, які пов'язані із створенням нових підприємств. Інвестиційні проекти санації розробляються лише для діючих державних виробничих підприємств, що знизили обсяг збуту продукції і мають фінансові труднощі, які створюють реальну загрозу банкрутства. Метою розробки таких інвестиційних проектів є проведення відповідної структурної перебудови підприємства (в галузі його іноваційної політики, маркетингової діяльності)

для того, щоб зберегти їх як самостійні одиниці із статусом юридичної особи, або провести ефективне злиття з фінансово стабільним підприємством.

2. Відповідно до напрямків виробничого розвитку, які відповідають конкретним цілям економічної стратегії підприємств, інвестиційні проекти поділяються на проекти освоєння нової продукції, проекти вдосконалення виробництва, проекти значного нарощування обсягів виробництва продукції, проекти освоєння нових ринків збуту, проекти розширення сировинної бази.

У більш загальному вигляді всі інвестиційні проекти за напрямками виробничого розвитку можна поділити на дві категорії: інвестиційні проекти, що збільшують потенціал виробництва продукції і ті, які збільшують потенціал збуту.

3. Суттєвою класифікаційною ознакою інвестиційних проектів є конкретна форма здійснення реальних інвестицій. За цією ознакою виділяють:

- проекти, спрямовані на придбання цілісних майнових комплексів з метою забезпечення товарної чи регіональної диверсифікації виробничої діяльності підприємства;
- проекти нового будівництва об'єктів із закінченим технологічним циклом на спеціально відведених територіях;
- проекти реконструкції підприємств, пов'язані з суттєвим перетворенням виробничо-технологічних процесів на основі сучасних науково-технічних досягнень;
- проекти модернізації активної частини основних виробничих фондів;
- проекти придбання окремих видів матеріальних та нематеріальних активів.

4. Залежно від участі окремих груп інвесторів у реалізації проекту, проекти поділяють на ті, які реалізуються підприємством без сторонньої допомоги, які реалізуються за участю вітчизняних інвесторів і, які реалізуються за участю іноземних інвесторів.

5. У зарубіжній практиці широко використовується класифікація інвестиційних проектів за рівнем їхнього ризику. За цією ознакою найбільш поширеними є: проекти з рівнем ризику нижче середнього (зниження собівартості продукції), з середнім рівнем ризику (реконструкція, будівництво), вище середнього (розробка нової продукції), з найвищим рівнем ризику (дослідження, розробка нової технології виробництва).

Слід зазначити, що діяльність в галузі інвестиційного проектування повинна бути особливо організована. Загальний процес упорядкування інвестиційної діяльності підприємства щодо конкретного проекту формується у вигляді так званого проектного циклу, який складається з окремих фаз, стадій та етапів. Змінюючи один одного у часі, вони характерні для будь-якого проекту незалежно від його виду, складності та обсягу робіт. Ця послідовність процесів дістала назву "життєвий цикл проекту". Життєвий цикл проекту – це період часу від задуму проекту до його закінчення, який може характеризуватися моментом здійснення перших затрат за проектом (поява проекту) і отримання останньої вигоди (ліквідація проекту) [19, с. 30].

Життєвий цикл проекту є базовим вихідним поняттям для дослідження проблем реалізації проекту, фінансування робіт, прийняття рішень про доцільність капіталовкладень та деталізації проекту. Незалежно від розміру, обсягу і вартості виконуваних операцій будь-який проект у власному розвитку проходить періоди задуму, підготовки, реалізації, закінчення та ліквідації. Всі ці стани проекту, як правило поділяються на складові, які дістали назви "фаза", "етап", "стадія". Сьогодні не існує єдиного підходу до розподілу процесу реалізації проекту на складові елементи. Це пояснюється відмінностями в підходах учасників проекту до поділу проекту на найважливіші відправні точки, які дозволяють планувати, відслідковувати, контролювати та оцінювати розвиток проекту, коригувати його реалізацію.

Найчастіше проектний цикл поділяють на такі фази: передінвестиційну, інвестиційну та експлуатаційну, котрі у свою чергу

поділяються на стадії. Даний підхід активно застосовується у практиці проектного аналізу. Передінвестиційна фаза включає наступні етапи: формулювання; розробка та експертиза; детальне проектування. Інвестиційна фаза охоплює роботи, які можна об'єднати у такі стадії: підготовка і проведення тендерів; інженерно-технічне проектування; будівництво; виробничий маркетинг; навчання персоналу. Основними стадіями експлуатаційної фази є здача в експлуатацію, виробнича експлуатація, заміна та оновлення, заключна оцінка проекту.

У дисертаційній роботі основна увага зосереджується на теоретичній розробці методик фінансового аналізу інвестиційної привабливості реальних проектів та практичній їх реалізації, котрі проводяться у передінвестиційній фазі проектування. Успішне вирішення даних завдань та відбір найбільш необхідних для кондитерського підприємства реальних інвестиційних проектів забезпечать йому успішну роботу у майбутньому та принесуть очікуваний дохід інвесторам. Під час цієї фази проводяться дослідження із визначення інвестиційних можливостей підприємства, здійснюється аналіз альтернативних варіантів та попередній відбір проекту, а також підготовка проекту та рішення про його інвестування. Слід зауважити, що для передінвестиційної фази проектування є характерною певна послідовність виконання робіт, що отримали назву стадій. Для кондитерського підприємства пропонується наступна послідовність:

Формулювання проекту. На даному етапі керівництву підприємства необхідно проаналізувати поточний стан підприємства і визначити найбільш пріоритетні стратегії його подальшого розвитку. Для цього в дисертаційній роботі пропонується використання методики SWOT-аналізу діяльності підприємства за певними напрямками діяльності (див. розділ 1.2). Результат даного аналізу, котрий має відповідати інтересам власників, адміністрації підприємства та потенційних інвесторів, оформляється у вигляді бізнес-ідеї, яка спрямована на вирішення найбільш важливих для підприємства завдань.

Може бути декілька ідей подальшого розвитку підприємства. Якщо всі вони представляються в однаковій мірі корисними і здійснюваними, то паралельно розробляються декілька інвестиційних проектів для того, щоб рішення про найпривабливіший з них прийняти на заключній стадії розробки.

Розробка проекту. Після того як була здійснена перша перевірка бізнес – ідеї, необхідно розвивати її до того моменту, коли можна прийняти тверде рішення – позитивне або негативне. На цьому етапі потрібне постійне уточнення і удосконалення плану проекту у всіх його напрямках – комерційному, технічному, фінансовому, економічному, інституційному. Надзвичайно важливим на даному етапі є пошук і збір вихідної інформації. Від вміння правильно інтерпретувати дані, котрі з'являються у процесі проектування, залежить успіх реалізації проекту.

Експертиза проекту. Перед початком реалізації проекту робиться його кваліфікована експертиза. Якщо фінансування проекту здійснюється за рахунок стратегічного інвестора (кредитного або прямого), то інвестор сам проводить експертизу з допомогою консалтингової фірми. Якщо ж кондитерське підприємство планує здійснення інвестиційного проекту за рахунок власних коштів, то експертиза проекту також потрібна для перевірки правильних положень проекту. Саме на цій стадії приймається остаточне рішення про його прийняття або відхилення.

Як правило, експертизу виконують за окремими складовими [19, с. 38; 22, с.158; 104, с.36]. Загальну послідовність проведення такого аналізу проекту представлено у вигляді схеми (рис.1.10.)

На попередній стадії підготовки стратегічного інвестиційного рішення доцільно виявити глибину і комплексність опрацювання всього кола питань за проектом, який розглядається (зовнішнього і внутрішнього характеру). Такий підхід-експертиза дасть змогу побачити недоліки у нагромадженій інформації, доповнити її і не допустити прийняття рішення в умовах високої невизначеності.

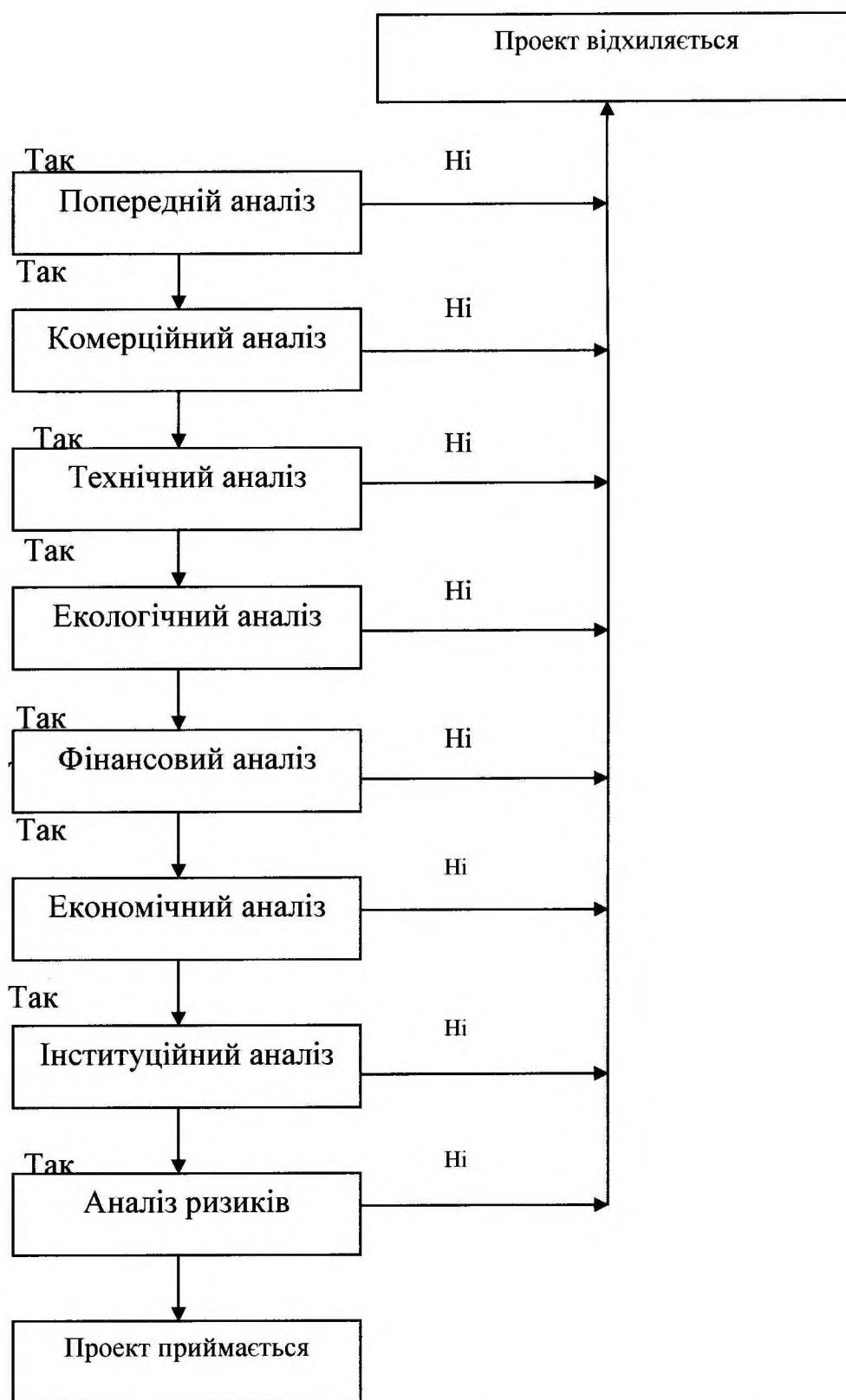


Рис. 1. 10. Загальна послідовність аналізу проекту [22; 104]

В ході попередньої експертизи аналізується, перш за все, фінансовий стан підприємства, на якому буде здійснюватися проект, перевірка

достовірності даних, попередня фінансова оцінка інвестиційного проекту. Результати попереднього дослідження є основою для проведення комплексної експертизи, включаючи фінансову і економічну оцінку власне проекту.

При проведенні комерційного або, як ще його називають, маркетингового аналізу виділяють два аспекти. Перший, пов'язаний з необхідністю оцінки перспективи кінцевого ринку для продукції, запропонованої проектом. Другий аспект – важливо правильно провести оцінку заходів із забезпечення проекту ресурсами, необхідними для його здійснення і експлуатації.

Технічна експертиза покликана проаналізувати: місцезнаходження підприємства і допоміжних виробництв, масштаб і термін здійснення проекту, вибір технологічного процесу, здійснення інжинірингових операцій, графік реалізації проекту і схему підприємства, оцінку витрат, відповідність стандартам і нормам, питання постачання, технічної інфраструктури і експлуатації обладнання.

Метою екологічного аналізу є встановлення впливу проекту на навколишнє середовище, оцінка всіх вигод і витрат, понесених внаслідок цього впливу, та формування заходів, необхідних для пом'якшення та запобігання шкоди довкіллю під час здійснення проекту.

Інституційний аналіз інвестиційних проектів має на меті оцінку організаційного, правового, політичного і адміністративного становища.

Економічний аналіз досліджує проект на макрорівні і оцінює правомірність залучення і використання ним національних ресурсів в умовах їх обмеженості, а також дає відповіді на запитання: що дає проект суспільству, наскільки він ефективний у порівнянні з альтернативними варіантами.

У своєму дослідженні автор розглядає аспекти саме фінансового аналізу проектів. Слід підкреслити, що цей розділ є найбільш трудомістким і

найголовнішим, адже фінансовий аналіз проекту є центральними моментом всієї експертизи на фінальному етапі – він має відповісти на запитання про ефективність проекту для всіх його учасників. Тут зводяться аналітичні дані всіх інших напрямків підготовки і дослідження проекту, розраховуються показники фінансової ефективності, готується відповідна прогнозна бухгалтерська звітність, котра також приймається до уваги при прийнятті рішення про інвестування. Саме фінансовий аналіз фігурує майже на всіх стадіях передінвестиційної фази. Важливу роль він відіграє і на стадіях реалізації проекту та при оцінці результатів.

Висновки до розділу I

1. У результаті аналізу інвестиційної привабливості підприємств кондитерської промисловості слід відзначити:

- перевагами галузі є добра сировинна база, велика швидкість обігу коштів, відносно невисока вартість основних фондів;
- значний ринок споживання зумовлює стійкі тенденції збільшення обсягів реалізації як всередині країни, так і за її межами (1997 р.- 234,3 тис.т.; 1998 – 346,8 тис.т.; 1999 – 384 тис.т.; 2000 р. – 489 тис.т., 2001р.- 650 тис.т);
- технічне переозброєння великих підприємств різко загострило боротьбу за ринки збуту;
- технічний та моральний стан обладнання середніх та малих підприємств галузі знаходиться в критичному стані (18% від діючого обладнання не відповідає світовому рівню, а 25% - потрібно замінити негайно);
- залучення інвесторів та впровадження ефективних інвестиційних проектів- перспективний шлях покращення становища середніх та малих кондитерських підприємств на ринку.

2. Встановлення зв'язку між характером інвестиційної діяльності та фінансовими результатами діяльності підприємства зумовлює необхідність

розробки та реалізації активної інвестиційної стратегії. Для її розробки пропонується використати SWOT-аналіз для оцінки внутрішнього та зовнішнього становища кондитерського підприємства та визначення найпривабливіших напрямів впровадження інвестиційних проектів.

Відповідно до положень теорії прийняття рішень та системного аналізу запропоновано матрицю SWOT-аналізу, що містить показники:

1) продукції; 2) параметрів виробництва; 3) фінансового стану підприємства; 4) впливу державного регулювання; 5) тенденцій розвитку ринку; 6) рівня конкуренції в галузі.

3. У результаті опрацювання різних підходів щодо трактування терміну “інвестиційний проект”, нами запропоновано таке: “Інвестиційний проект - це комплекс взаємопов'язаних заходів, що забезпечує окремі напрямки стратегічного розвитку підприємства, шляхом реального інвестування, обґрунтовує потребу у відповідних інвестиційних ресурсах у різних їх формах і містить систему відповідних управлінських рішень із забезпечення найбільш ефективних форм реалізації вкладених у нього інвестиційних цілей”.

4. Аналіз особливостей відбору та впровадження інвестиційних проектів показав, що:

- реалізація проекту передбачає залучення відповідних інвестиційних ресурсів у різних формах;
- обґрунтування інвестиційного проекту включає в себе різні аспекти: технічні, комерційні, інституційні, економічні, екологічні, фінансові;
- фінансовий аналіз є центральним моментом всієї експертизи на фінальному етапі і повинен відповісти на запитання про ефективність проекту для всіх його учасників.

Основні наукові результати розділу опубліковані в працях [116; 120; 121]

РОЗДІЛ II

МЕТОДИКА ФІНАНСОВОГО АНАЛІЗУ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ НА МІКРОРІВНІ

2.1. Суть та функціональна роль фінансового аналізу при прийнятті інвестиційних рішень

Визначення економічної ефективності проекту – це досить складний і відповідальний етап доінвестиційних досліджень, котрий містить детальний фінансовий аналіз та інтегральну оцінку всієї техніко-економічної і фінансової інформації, зібраної і підготовленої на підставі проведених досліджень. На даному етапі вирішуються чотири основні завдання: визначення фінансового стану підприємства, фінансові і комерційні розрахунки, аналіз інвестиційних проектів, аналіз ризиків в процесі управління фінансовими активами та джерелами коштів. Логіка такої структуризації змістової частини фінансового аналізу в певній мірі пояснюється з одного боку розумінням ролі і місця господарського суб'єкта на ринках капіталів, праці і послуг, а з іншого - складу і структури балансу, як основної моделі, що характеризує фінансовий стан даного суб'єкта.

Вважаємо, що фінансовий аналіз проекту є, мабуть, найбільш фундаментальною і трудомісткою частиною проектного обґрунтування, який здійснюється для визначення фінансової життєздатності проекту як з точки зору ризику, так і очікуваного прибутку. На нашу думку, він має супроводжувати розробку проекту з самого початку, тому фінансовий

аналітик повинен бути включений до складу проектної команди на початковому етапі підготовки проекту.

У контексті загальногосподарської діяльності об'єктом фінансового аналізу є макросередовище функціонування підприємства, вибір джерел і збирання даних, вибір підходів і методів аналізу (рис.2.1).

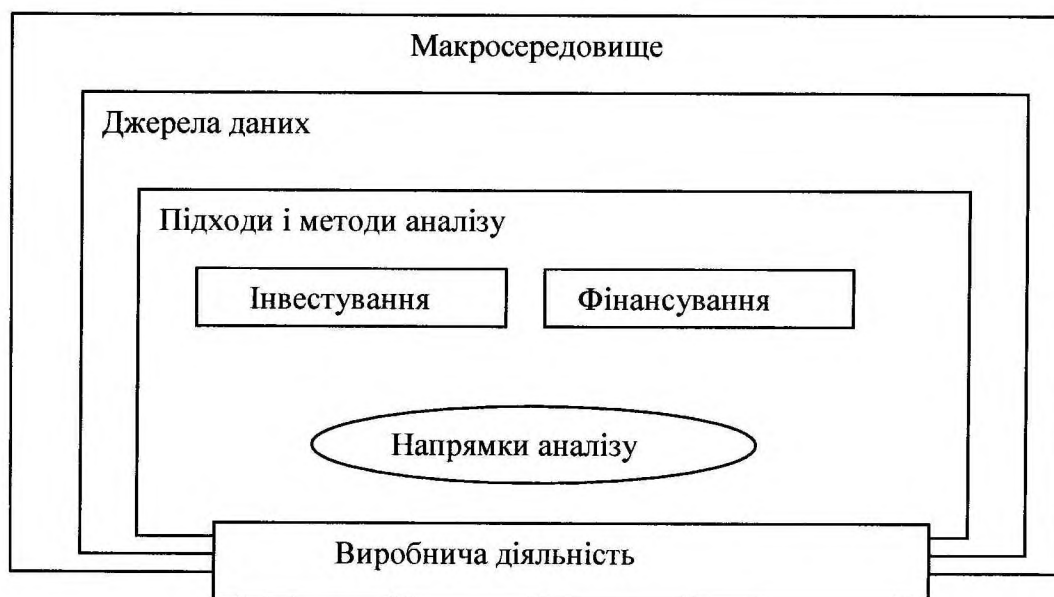


Рис. 2.1. Фінансовий аналіз у контексті господарської системи

Таким чином, у процесі інвестиційного проектування не можна обмежуватися лише аналізом самого проекту як такого, його необхідно розглядати у взаємозв'язку з даною господарською системою. Ефективним методом у розробці інвестиційної політики, як ми вже зазначали, є системний підхід до аналізу ситуацій на підприємстві. Він базується на представленні керованого об'єкту як системи. У зв'язку з цим, слід підкреслити особливий характер інвестиційного проекту: матеріалізований проект має потенційну здатність генерувати більше грошових коштів, ніж в нього вкладено, однак здійснити це можна на базі певної організаційної структури - підприємства. А ефективним інструментом з відбору інвестиційних проектів виступає саме

фінансовий аналіз – сукупність засобів і методів оцінки ефективності проекту (перевага прибутків над видатками) за весь термін життя проекту у взаємозв'язку з діяльністю підприємства – об'єкта інвестування.

Інвестиційний проект з точки зору фінансового аналізу – це форма підготовки довгострокового інвестиційного рішення, яке може бути реалізоване організацією (юридичною особою), здатною не тільки відповідно із законодавством взяти на себе виникаючі у зв'язку з проектом певні фінансові зобов'язання, але і виконати їх [62, с. 23].

Таким чином, ми вважаємо, що потреба у фінансовому аналізі викликана наступними причинами:

- тільки фінансова оцінка дозволить через дані у вартісній формі всіх проектних вигод і витрат створити реальну можливість для вибору найбільш ефективного варіанту з вже наявних інвестиційних альтернатив;
- в процесі такого аналізу відпрацьовується найбільш ефективна схема фінансування реалізації конкретного проекту;
- створюється можливість для прогнозування майбутнього фінансового стану підприємства, яке реалізує проект, на основі стандартних форм зовнішньої фінансової звітності, що в свою чергу дасть змогу відобразити роль проекту в створенні нових інвестиційних можливостей для розвитку підприємства (реінвестицій) або рості доходів його власників (акціонерів);
- підготовка всього комплексу інформації для проведення фінансових розрахунків (а саме, розрахунок виробничих витрат постійного і змінного характеру) дозволить проводити зовнішній аудит шляхом зіставлення проектних і звітних даних для прийняття оперативних управлінських рішень з метою зниження негативної дії змін, які виникли у внутрішньому чи зовнішньому середовищі проекту.

Слід зазначити, що безпосереднім об'єктом фінансового аналізу ефективності інвестиційних проектів виступають грошові потоки, що характеризуються як надходження відповідних доходів, так і здійснення

інвестиційних витрат. Якщо в певному інтервалі часу сума доходів, пов'язаних з реалізацією інвестиційного проекту, перевищує суму інвестиційних витрат, підприємство одержує чистий інвестиційний дохід, або "позитивний грошовий потік" (positive cash flow). Якщо сума витрат більша, ніж сума отриманих доходів, то мають місце чисті інвестиційні витрати, або "відплив грошових коштів" (cash on flow). Уся сукупність грошових потоків протягом періоду реалізації інвестиційного проекту має назву "чистий грошовий потік" (net cash flow) [133, с.17].

Слід зазначити, що поняття чистого грошового потоку, яке використовується у фінансовому аналізі інвестиційних проектів, не збігається з визначенням цього терміну в бухгалтерському обліку. Якщо бухгалтерська концепція визначає цей термін лише як чистий прибуток, отриманий в процесі реалізації інвестиційного проекту, то згідно з концепцією фінансового аналізу до чистого грошового потоку за інвестиційним проектом відносять як чистий прибуток, так і амортизаційні відрахування від використання основних засобів та нематеріальних активів.

Відомі два основних підходи до оцінки грошових потоків. В рамках першого менеджери аналізують результати капіталовкладень на шляхом прямого підрахунку грошових потоків при умові, якщо в процесі інвестування проект буде мати очевидний фінансовий (комерційний) результат. Другим напрямком оцінки проектних грошових потоків є аналіз нарощених грошових потоків. В ході капіталовкладень в підрозділи підприємства (заміна обладнання, розширення діючого виробництва) часто виникають труднощі, пов'язані з кількісною оцінкою відповідних результатів інвестиційної діяльності. В цій ситуації оцінку проектних грошових потоків рекомендується проводити за наступною формулою [19; 22]:

Грошові потоки	Сукупні грошові потоки	Сукупні грошові потоки
проекту в період	підприємства з проектом	підприємства без проекту
часу	в період часу	в період часу

Слід зазначити, що складність в розумінні прийомів і методів фінансового аналізу інвестиційних проектів часто виникають у зв'язку з виявленням двоїстого характеру оцінки інвестицій в реальні активи, а це:

- необхідність використання загальноприйнятих методів оцінки ефективності вкладень в проект (з врахуванням факторів часу, тобто інтегральною оцінкою першопочаткових вкладень, експлуатаційних витрат і віддачі від них протягом всього життєвого циклу проекту), тим самим оцінюють лише потенційні можливості проекту до покриття всіх витрат, необхідних для його успішної реалізації і експлуатації;
- необхідність врахування факту господарюючого підприємства як юридичної особи, що знаходить частково відображення в необхідності розробки прогнозних стандартних форм бухгалтерської звітності, де видно відповідність між прийнятими підприємством, яке реалізує проект, фінансовими зобов'язаннями і можливостями їх забезпечення в процесі функціонування. З цим пов'язане видання довгострокових інвестиційних кредитів підприємствам – юридичним особам, які несуть відповідальність відповідно із діючим законодавством.

Таким чином, підсумовуючи вищесказане, ми пропонуємо використовувати таку послідовність здійснення фінансового аналізу при відборі найбільш привабливих інвестиційних проектів (рис. 2.2):

- оцінити підприємство, яке втілює проект, з точки зору фінансової стабільності, можливостей повернення інвестицій;
- проаналізувати та вибрати джерела фінансування інвестиційного проекту;
- сформулювати перелік прибутків і витрат по кожному з періодів проекту;

- визначити показники, які встановлюють цінність проекту і розглядаються в якості критеріїв прийняття рішень;
- оцінити інфляційний вплив на показники ефективності проекту;
- проаналізувати вплив ризиків на прийняття рішення про реалізацію проекту.



Рис. 2.2. Етапи проведення фінансового аналізу інвестиційної привабливості проекту.

Реалізація даних етапів дасть змогу:

- оцінити альтернативні проектні рішення і визначити найбільш оптимальні;

- розробити ефективний фінансовий план, забезпечуючий покриття видатків протягом всього періоду реалізації проекту;
- визначити адекватність одержуваного за проектом прибутку, рівнозначного ступені ризику інвесторів і вкладенню капіталу в даний, а не якийсь інший проект.

Результати фінансового аналізу мають переконати в тому, що будуть виконані наступні умови:

- вибраний кращий із вже існуючих альтернативних проектів;
- проект спрямований на максимальне збільшення вартості майна підприємства і, відповідно акціонерів;
- визначені обсяги ресурсів, необхідних для інвестицій початку виробництва і роботи проекту;
- визначені основні ризики при реалізації проекту і стратегія управління ними.

Особливої уваги заслуговує те, що важливим завданням і проблемою фінансового аналізу є використання такого набору даних і вибір такої системи показників, яка могла би бути найбільш ефективно використана для оцінки того чи іншого економічного рішення, фінансового стану підприємства, ефективності діяльності і перспектив розвитку бізнесу у взаємозв'язку з розвитком кондитерської промисловості. При вивченні і оцінці показників використовуються різноманітні види порівняльного аналізу: горизонтальний, вертикальний, трендовий [62, с.24]. З допомогою горизонтального аналізу визначаються абсолютні і відносні відхилення статей (або груп статей) у порівнянні з початком звітної періоду, минулим періодом. Вертикальний аналіз використовується для вивчення структури коштів і джерел шляхом розрахунку частки (в процентах або коефіцієнтах) окремих статей (чи груп) у підсумкових показниках. Обов'язковим елементом аналізу є динамічні ряди цих величин, що дозволяє відслідковувати і прогнозувати структурні зрушення у складі господарських

засобів і джерел їх покриття. Трендовий аналіз ґрунтується на розрахунку відносних відхилень показників за ряд років від рівня базового року, для якого всі показники приймаються за 100% (рис. 2.3.)



Рис 2.3. Елементи і методи, які застосовуються у фінансовому аналізі інвестиційних проектів

Необхідно підкреслити, що вирішення поставлених перед фінансовим аналізом завдань вимагає залучення широкого кола джерел інформації, в яких відображається багатогранна діяльність підприємства і його структурних підрозділів та зміни зовнішнього середовища стосовно суб'єкта господарювання. Характерною особливістю методу аналізу є комплексне використання всіх доступних джерел інформації.

Слід зазначити, що в процесі проведення фінансового аналізу проходить об'єднання інформації чисто проектного характеру і даних із стандартних форм зовнішньої фінансової звітності. В реальному житті доводиться також стикатися з проектами модернізації, розширення

підприємств, тобто проектами, які здійснюються на базі існуючих підприємств. У таких випадках в інвесторів поряд з бажанням розрахувати майбутню ефективність проекту, виникає потреба переконатися в надійності (платоспроможності) такого підприємства. Тоді в доповнення до прогнозних розрахунків за проектом необхідно використовувати повну фінансову звітність про результати діяльності підприємства в минулому. Для багатьох фінансових структур саме ця інформація, відображена в бухгалтерських документах, може служити додатковим стимулом вкладення коштів в потенційно ефективний проект, який реалізується на підприємстві. В кінцевому результаті накладання на ці дані інформації за проектом має показати ефект переплітання вже здійснюваної господарської діяльності з новою, яку приніс сам проект. Тому, для прийняття довгострокового фінансового рішення недостатньо оцінки проектних вигод і витрат – потрібна також прогнозна бухгалтерська звітність, що передбачає розширення інформаційної бази для комплексного фінансового аналізу проекту.

Ми вважаємо, що у сфері інвестиційної діяльності дуже важко встановити межу визнання інформації. Це зумовлено тим, що в обліку і звітності повинна бути подана різнобічна інформація, що характеризує об'єкт інвестування принаймні з трьох позицій: а) з позиції інвестиційної привабливості; б) наявних інвестиційних ресурсів і витрат; в) для визначення ефективності інвестиційних вкладень.

Це означає, що в обліку і аналізі повинна формуватися інформація за такими напрямками:

- оцінка прибутковості, ринкової активності, майнового і фінансового стану (з позиції А);
- наявності і руху необоротних активів, доходів і витрат і результатів інвестиційної діяльності (з позиції Б);
- грошових потоків (у першу чергу прибутку і амортизації) з метою контролю повернення інвестованих коштів (з позиції Б)

Отже, для прийняття рішень в інвестиційній сфері за допомогою методів фінансового аналізу може використовуватися практично весь обсяг обліково-аналітичної інформації, що стосується як операційної, виробничо-комерційної діяльності, фінансових операцій і суто інвестиційної сфери для встановлення структури та обсягів реальних капітальних вкладень, джерел їх фінансування, інших доходів і витрат від операцій з необоротними активами.

Таким чином, узагальнюючи вищесказане, можна зробити висновок, що для фінансового аналізу інвестиційних проектів нам необхідні такі джерела інформації:

1. Облікові - бухгалтерська і статистична звітність (П(с)БО 1 "Загальні вимоги до фінансової звітності"; П(с)БО 2 "Баланс"; П(с)БО 3 "Звіт про фінансові результати"; П(с)БО 4 "Звіт про рух грошових коштів"; П(с)БО 5 "Звіт про власний капітал", а також дані поточного звіту, первинна документація.

За П(с)БО 1 фінансова звітність - це лише один з видів бухгалтерської звітності, що складається на основі бухгалтерського обліку і відрізняється орієнтацією на тих користувачів, які не можуть вимагати звітів, складених з урахуванням їхніх конкретних потреб. Це є визнанням факту, що врахування потреб інвестора (власника) та інших сторін, які беруть участь у підприємницькій діяльності (кредиторів, постачальників, працівників підприємства, тощо), не менш важливе, ніж інтереси держави. Тому державні органи управління будуть лише одним з користувачів фінансової звітності, а не тим єдиним, що постійно диктував свої вимоги до форми та змісту звітів, змінюючи їх на потребу податкового законодавства. Саме ця якісна відмінність фінансової звітності визначила її склад і зміст [47, с. 11].

2. Позаоблікові - закони, накази Президента, постанови Кабінету Міністрів, постанови і накази вищестоячих органів, акти ревізій, висновки аудиторів, результати спеціальних спостережень і перевірок, повідомлення преси, телебачення, радіо.

3. Планові - бізнес-план, план економічного і соціального розвитку, фінансовий план, нормативні дані;

Необхідним пунктом інвестиційного проектування є розробка бізнес-плану, документу, який складається після проведення досліджень, що передують прийняттю інвестиційного рішення. Бізнес-план це – максимально компактний за змістом і стандартний за формою документ, в якому викладено головне спрямування інвестиційного проекту та його основні технічні і фінансово-економічні параметри. Кількість розділів і деталізація бізнес-плану інвестиційного проекту залежать від його масштабності і конкретної сфери діяльності [82; 84].

Інформація, викладена у бізнес-плані призначена як для внутрішнього використання, так і для зовнішнього споживання. Внутрішніми споживачами інформації можуть бути управлінські служби, які здійснюють реалізацію бізнес-плану. Така інформація дозволяє управлінцям на передінвестиційній фазі здійснювати відбір найбільш ефективних інвестиційних проектів. На стадії здійснення реалізації та експлуатації інформація бізнес-плану служить базою для порівняння і аналізу фактичних показників, що стосуються капітальних затрат, джерел фінансування, підвищення ефективності.

Зовнішніми споживачами інформації, викладеної в бізнес-плані є акціонери, інвестори, які вкладають кошти в той чи інший проект. Такий бізнес-план формується як підстава для отримання фінансової підтримки від потенційних інвесторів: саме для них його насамперед призначено.

Бізнес-план описує основні аспекти майбутнього проекту, аналізує всі проблеми, на які проект може натрапити, а також визначає способи їх вирішення. Він дає змогу оцінити й обґрунтувати реалізацію проекту в умовах конкурентного середовища.

Цінність бізнес-плану визначається тим, що він:

- дає можливість з'ясувати життєздатність проекту в умовах конкуренції;
- містить орієнтири подальшого розвитку підприємства;

– є підставою для отримання фінансової підтримки від зовнішніх інвесторів.

Найважливішою складовою бізнес-плану та інвестиційного проекту в цілому є фінансовий план, який складається на 3-5 років за певною схемою.

(Рис. 2.4)



Рис. 2. 4. Основні розділи фінансового плану інвестиційного проекту.

При складанні фінансового плану аналізується стійкість підприємства, джерела надходження та порядок використання коштів, визначається точка безбитковості. Зведений прогноз доходів і витрат складається на перші три роки при чому дані за перший рік мають бути представлені з помісячним розподілом. Він містить такі показники, як очікуваний обсяг продажу, собівартість реалізованої продукції і різні статті витрат. Знаючи ставки податку, можна отримати прогноз чистого прибутку підприємства після вирахування податків. Складання фінансового плану починається з прогнозування продажу. У фінансовий план входить також прогноз потоку

грошових коштів. Цей прогноз складається на три роки, з помісячним розподілом даних у перший рік. Правильне планування потоків грошових коштів є однією з проблем, що стоять перед будь-яким проектом.

2.2. Фінансовий аналіз інвестиційної привабливості суб'єкта господарювання

Кожному підприємству необхідно виявляти напрямки своєї діяльності, що забезпечать найвищу ефективність вкладених інвестицій. Такі інвестиції повинні служити базою для подальшого його розвитку і мати достатньо високу рентабельність. Крім цього підприємству потрібно реально оцінювати свої шанси в залученні зовнішніх коштів для фінансового забезпечення інвестицій. А тут необхідна оцінка інвестиційної привабливості. Це можуть здійснювати потенційні інвестори з метою пошуку ефективних об'єктів при формуванні інвестиційного портфеля; самі суб'єкти господарювання при формуванні інвестиційних пропозицій з метою залучення додаткових ресурсів зі сторони; банки, котрі надають кредити; незалежні експерти, аудитори.

Слід зазначити, що серед економістів немає єдиної думки щодо напрямків, кількості і структури показників, що характеризують інвестиційну привабливість суб'єктів господарювання. Така оцінка, в основному, базується на показниках фінансового аналізу. Головна увага при цьому надається розрахункові фінансових коефіцієнтів, що характеризують майновий і фінансовий стан суб'єктів господарювання, їх прибутковість і ділову активність.

Серед вітчизняних вчених найбільше уваги вивченню даних проблем надавали: І. О. Бланк, А. М. Болух, М. Г. Чумаченко, Є. В. Мних, А.А.Пересада, С. Ф. Покропивний, І. Г. Яремчук, С. І. Шкарабан [11; 41; 58; 83; 95; 97; 140]. Методам оцінки ресурсів та аналізу фінансових показників присвячені праці багатьох зарубіжних вчених, зокрема, В. Бернса і П.Хавранека, Г. Бірмана і С. Шмідта, В. В. Ковальова, Р. С. Сайфуліна,

А.Д. Шеремета, М. Н. Крейніної, Н.А. Русака та інших [6; 9; 47; 48; 55; 101; 114].

Характеризуючи головні ознаки методик з оцінки та аналізу інвестиційної привабливості суб'єктів господарської діяльності, слід підкреслити наступне:

- вони базуються на багатьох показниках, об'єднані в певні групи, напрямки аналізу;
- до уваги беруться показники, що характеризують прибутковість, майновий і фінансовий стан об'єкта інвестування;
- для зарубіжних методик, крім цього, характерними особливостями є вивчення та аналіз показників інвестиційного ризику та приведення різночасових економічних показників до поточного моменту через систему дисконтування;
- встановлення відносної значущості окремих показників або груп показників з допомогою методів ранжування чи визначення їх вагомості;
- зведення сукупності різнопланових показників до єдиної системи оцінки через визначення одного або декількох інтегральних показників.

На нашу думку, до визначення інвестиційної привабливості підприємства повинен застосовуватись підхід, який повинен:

- давати можливість проведення моментальної оцінки стану і діяльності майбутнього об'єкта інвестування;
- оперативно визначити вигідні варіанти інвестування при формуванні інвестиційного портфеля;
- базуватися на загальновідомих показниках для вітчизняного чи зарубіжного інвестора, на відкритій інформації, що є доступною для будь-якого споживача;
- використовувати простий логічний та математичний механізм при обробці інформації;

- для порівняння і виявлення кращих варіантів інвестування зводити всю систему аналізу до єдиного або декількох узагальнених (інтегральних) показників оцінки інвестиційної привабливості господарюючих суб'єктів.

Щодо останнього пункту, то тут серед науковців виникають різні суперечності. Загалом виділяють такі недоліки у застосуванні інтегральної оцінки виробничо-господарської діяльності підприємств: можливі похибки та помилки при відборі певної сукупності показників для розрахунку узагальненого інтегрованого значення; складність у визначенні мінімальних чи максимальних значень того чи іншого показника; відсутність чітких еталонних значень інтегрованих показників. Ці недоліки є властивими при проведенні комплексного аналізу окремого підприємства.

Однак, застосування інтегральної оцінки для визначення інвестиційної привабливості суб'єкта господарювання має і позитивні сторони. Вона дозволяє здійснити оперативну оцінку різних напрямів діяльності підприємства, звівши її до єдиного критерію. З допомогою інтегральної оцінки може бути визнане інвестиційно привабливим окреме підприємство незалежно від його відомчої підпорядкованості, місця розташування. Подібні методики, як правило, базуються на загальновідомих показниках, що добре опрацьовані у вітчизняній практиці і задовольняють вимоги міжнародних і національних стандартів бухгалтерського обліку.

Таким чином, дослідження на основі фінансових показників повинно мати комплексний, різноплановий характер із чіткою власною структурою.

Структуру проведення фінансового аналізу інвестиційної привабливості підприємства, на нашу думку, можна зобразити у вигляді наступної блок-схеми (рис. 2.5.):



Рис. 2.5. Блок-схема проведення фінансового аналізу інвестиційної привабливості підприємства

Згідно наведеної блок-схеми, спочатку здійснюють відбір необхідної вхідної інформації для проведення аналізу, базуючись на даних балансу, звіту про фінансові результати діяльності підприємства, звіту про власний капітал і звіту про рух грошових коштів. На другому етапі проводиться розрахунок значень основних фінансових коефіцієнтів майнового стану, фінансової стійкості, ліквідності, оборотності, рентабельності, ринкової активності, що об'єднуються у відповідні групи. Щоб у подальшій роботі

звести показники до одного інтегрального потрібно надати кожному відповідне вагове значення. При визначенні вагомості показників та напрямів оцінки кондитерських підприємств за основу взята методика, розроблена спеціалістами Агентства з питань запобігання банкрутству підприємств та організацій та інші джерела. Отже, оцінці майнового стану надається 20%; оцінці фінансової стійкості – 25%; ліквідності – 14%; оцінці та аналізу оборотності капіталу – 18%; оцінці рентабельності – 17%; ринковій активності – 6% вагомості. На нашу думку, рівню ринкової активності кондитерських підприємств, які ми будемо аналізувати, можна виділити не більш як 6% вагомості, тому що на даний час в Україні практично не працює вторинний ринок цінних паперів, багато з коефіцієнтів ринкової активності на кондитерському підприємстві взагалі неможливо розрахувати.

На основі аналізу фінансових коефіцієнтів робиться висновок про стабільність фінансового стану підприємства та загальну ефективність його господарської діяльності, що дозволяє надавати загальні рекомендації щодо допустимості інвестування даного підприємства. Паралельно проводиться виявлення ключових проблем в діяльності підприємства, на розв'язання яких повинні бути спрямовані конкретні інвестиційні проекти.

Отже, загальну оцінку фінансового стану ми пропонуємо починати з аналізу структури вартості майна підприємства. В структурі вартості майна відображається специфіка діяльності кожного підприємства і загальна картина фінансового стану. Аналіз структури майна здійснюється з допомогою зіставлення відповідних балансових статей за різні періоди часу у вартісному та процентному представленні. На основі цього аналізу робляться висновки про динаміку вартості майна підприємства, величину оборотних коштів та основних засобів, запасів, дебіторської та кредиторської заборгованості, позиченого капіталу, довгострокових та короткострокових зобов'язань. (Таб. 2.1, 2.2)

Таблиця. 2.1

Структура майна та боргових зобов'язань ВАТ "ТерА", тис.грн.

(дані з додатку Л).

Показники	На 1.01.2000	%	На 1.01.2001	%	Відхилення	
	тис. грн.		Тис. грн.		тис. грн.	%
Майно всього (актив)	5427,7	100	6580,5	100	1155,8	21
1.1. Необоротні активи	4636,8	85,43	5155,5	78,3	518,7	11
1.2. Оборотні активи	788,3	14,5	1424,0	21,6	635,7	80
1.2.1. Запаси	473,5	8,7	881,3	13,3	407,8	85
1.2.2. Дебіторська заборгованість	312,8	5,7	468,6	7,1	155,8	49
1.2.3. Грошові кошти	2,70	0,049	73,6	1,1	70,9	272
Джерела майна (пасив)	5427,7	100	6580,5	100	1155,8	21
1.1 Власний капітал	5151,2	94,9	5485,3	83,3	334,1	6
1.2. Позичений капітал	276,5	5,09	1095,2	16,4	818,7	296
1.2.1. Довгострокові зобов'язання	-	-	-	-	-	-
1.2.2. Короткострокові кредити і позики	-		444,0	6,7	444,0	
1.2.3. Кредиторська заборгованість	276,5	5,09	651,2	9,8	374,7	135

Таблиця.2.2.

Структура майна та боргових зобов'язань ЗАТ «Луцьккондитер»,
тис.грн (дані з додатку М)

Показники	На 1.01.2000	%	На 1.01.2001	%	Відхилення	
					Грн.	%
Майно всього	7248,3	100	8290,1	100	1041,8	14
1.1 Необоротні активи	3342,7	46,0	3217,9	38,8	-124,8	-4
1.2 Оборотні активи	3905,6	53,8	5072,2	61,1	1166,6	29
1.2.1. Запаси	2834,2	39,2	3457,2	41,7	623	21
1.2.2. Дебіторська заборгованість	942,8	13,0	811,6	9,7	-130,8	- 14
1.2.3. Грошові кошти	120,0	1,6	373,8	4,5	253,8	211
Джерела майна	7246,3	100	8290,1	100	1041,8	14
1.1 Власний капітал	6040,1	83,3	6491,9	78,3	451,8	7
1.2 Позичковий капітал	1208,3	16,6	1798,2	20,6	589,9	48,8
1.2.1. Довгострокові зобов'язання			-			
1.2.2. Короткострокові кредити і позики	300	4,1	300	3,6	0	0
1.2.3. Кредиторська заборгованість	405,0	5,5	1103,6	13,3	698,6	172
1.2.4. Поточні зобов'язання	503,2	6,9	394,6	4,7	-108,6	22

З наведених таблиць видно, що у 2000 році порівняно з 1999 вартість майна на даних підприємствах зросла, зокрема на Тернопільській кондитерській фабриці на 1155,8 тис. грн. (121%), на «Луцьккондитер» на

1041,8 тис. грн. (113,3%). Ці зміни обумовили також і збільшення оборотних коштів і основних фондів, однак частка необоротних активів у загальній вартості активів на ВАТ «ТерА» зменшилася на 7,1 %, а на ТзОВ «Луцьккондитер» зменшилася на 7,2 %.

При аналізі структури майна цих підприємств ми відзначили значний приріст оборотних коштів. Завдяки цьому підвищується рівень мобільності майна, тобто один з важливих показників фінансового стану.

На ВАТ ТерА ріст оборотних коштів пройшов за рахунок значного збільшення запасів (407,8 тис. грн.) та грошових коштів, з фінансової точки зору це є позитивне зрушення. Слід також відзначити і зменшення частки власного капіталу підприємства у загальній вартості майна (-11,6 %). На формування джерел майна на даних підприємствах вплинуло різке збільшення позиченого капіталу (804,0 тис. грн.- «ТерА», 589,9 тис. грн. – на «Луцьккондитер»). Але це пов'язане з вкладанням коштів у розвиток та розширення підприємства. Якщо у результаті вкладень підвищується загальна ефективність підприємства, значить вони доцільні. Це питання ми розглянемо нижче, а зараз наше завдання полягає в тому, щоб оцінити динаміку і наявність джерел коштів підприємства.

Судячи з таблиці 2.2., на ТзОВ ВКФ «Луцьккондитер» за 1999-2000 роки не пройшло різких змін у господарській діяльності, що свідчить про стабільну роботу даного підприємства. При аналізі структури майна неможливо залишити поза увагою стан основних засобів на даних кондитерських фабриках. Частка необоротних активів на ВАТ «ТерА» становить 78,3%, на ЗАТ «Луцьккондитер»- 38%. Коефіцієнт зносу основних засобів на «Луцьккондитер» у два рази вищий, ніж на «ТерА» і відповідно становить 0,41; 0,22. Коефіцієнт фондівдачі дорівнює відповідно – 9,2; 8,92.

Необхідно зазначити, що структура майна і навіть її динаміка не дає відповіді на питання, наскільки вигідно для інвестора вкладання грошей в

дане підприємство, а лише оцінює стан активів і наявність засобів для погашення боргів.

Після загальної характеристики майнового стану і його зміни за звітний період, наступним завданням є дослідження показників фінансової стійкості. Фінансова стійкість підприємства – це такий стан його фінансових ресурсів, їх розподіл і використання, яке забезпечує розвиток підприємства на основі росту прибутку і капіталу при збереженні платіжездатності і кредитоздатності в умовах допустимого рівня ризику [31, с. 200]. Стійкість підприємства залежить перш за все від асортименту продукції, яку воно виробляє, технології виробництва, складу і структури фінансових ресурсів (внутрішні фактори), а також від економічних умов господарювання, попиту і рівня доходів споживачів, податкової і законодавчої політики держави (зовнішні фактори).

Для даного блоку аналізу має важливе значення, які показники відображають сутність фінансового стану. Тому, ми сформували систему показників, що характеризують стан і структуру активів підприємства та забезпеченість їх джерелами покриття. Для полегшення аналізу абсолютні і відносні показники, на наш погляд, доцільно згрупувати у таблицю, що включає наступні показники: наявність власних оборотних коштів, позикові джерела, формування запасів і витрат, робочий капітал, коефіцієнт маневрування робочого капіталу, коефіцієнт фінансової незалежності, коефіцієнт фінансування, коефіцієнт маневрування власного капіталу, коефіцієнт фінансового ліверіджу (таб. 2.3). Задамо екстремальні обмеження [80]:

Коефіцієнт маневрування робочого капіталу $0,8 - 3$ - Мах

Коефіцієнт фінансової незалежності $0,5 - 1,5$ - Мах

Коефіцієнт фінансування $1,00 - 3,00$ - Мах

Коефіцієнт маневрування власного капіталу $0,1 - 0,5$ Мах

Коефіцієнт фінансового левеїджу $00 - 0,5$ Мах

Таблиця 2.3

Показники фінансової стійкості підприємства.

Показники	«ТерА»			«Луцьккондитер»		
	1999	2000	Відхилення	1999	2000	Відхилення
Наявність власних оборотних коштів	514,4	339,8	-174,6	2704,3	3274	569,7
Позикові джерела формування запасів і витрат	40,9	-551,3	-592,2	163,2	116,8	-46,4
Робочий капітал	511,8	328,8	-183	2704,2	3274	569,8
Коефіцієнт маневрування робочого капіталу	0,92	2,56	1,64	1,05	1,05	0
Коефіцієнт фінансової незалежності	0,949	0,833	-0,116	0,83	0,78	-0,05
Коефіцієнт фінансування	18,6	5,07	-13,53	4,9	5,3	0,4
Коефіцієнт маневрування власного капіталу	0,09	0,06	-0,03	0,44	0,5	0,06
Коефіцієнт фінансового леверіджу	0,008	0,008	0	0,01	0,01	0

Аналізуючи відносні показники фінансової стійкості кондитерських фабрик, ми дійшли висновку, що кращий коефіцієнт маневрування власного капіталу на Тзов ВКФ «Луцьккондитер», тобто власні джерела коштів на даному підприємстві більш мобільні, коефіцієнти фінансової незалежності на обох підприємствах майже однакові. Фінансовий показник леверіджу як показник переваги рентабельності власного капіталу над рентабельністю активів кращий на Луцькій кондитерській фабриці, однак на кондитерських підприємства майже не застосовується через нестабільну і негнучку кредитну політику.

Для аналізу ризику вкладення ресурсів в підприємство загальний фінансовий стан слід розділити на п'ять областей:

- абсолютної стійкості, коли мінімальна величина запасів і витрат відповідає відсутності ризику;

- нормальної стійкості, коли є нормальна величина запасів і витрат відповідає області мінімального ризику;
- нестійкого стану, коли є надмірна величина запасів і витрат, і це свідчить про належність до області підвищеного ризику;
- критичного стану, за якого мають місце затовареність готовою продукцією, низький попит на неї, що відповідає критичній області;
- кризового стану, який характеризується надмірними запасами та затовареною готовою продукцією, низький попит на неї, що відповідає критичній області;

Якщо структура "власний капітал - позичкові кошти" має значний перекис в бік боргів, підприємство може збанкрутувати, якщо зразу декілька кредиторів вимагатимуть свої кошти в "незручний" час. Тому визначення ступеня ризику вкладення фінансових коштів можна здійснити за трьома показниками фінансової стійкості фірми : надлишок чи нестача: а) власних коштів ($\pm E_B$); б) власних, середньострокових та довгострокових позичкових джерел формування запасів та витрат ($\pm E_T$); в) загальної величини основних джерел їх формування [31, с.201]. Фінансові коефіцієнти будуються на основі статей балансу:

$$F + Z + Ra = Dv + Kt + K1 + Rp \quad (2.1)$$

де F – основні засоби і вкладення; Z – запаси і затрати; Ra – грошові кошти, короткострокові фінансові вкладення, дебіторська заборгованість та інші активи; Dv – джерела власних коштів; Kt – середні довгострокові кредити і позикові кошти; $K1$ – короткострокові кредити, позики не погашені в срок; Rp - розрахунки (кредиторська заборгованість) та інші пасиви. Наявність власних оборотних коштів визначається як різниця між величиною джерел власних коштів та величиною основних засобів і вкладень:

$$Ev = Dv - F \quad (2.2)$$

Тоді представлення надлишку або нестачі власних коштів має вигляд

$$\pm E_v = E_v - Z \quad (2.3.)$$

Згідно наведеної формули: для ВАТ “ТерА”: $339 - 881 = -542$ тис.грн.. (нестача власних коштів), для ТзоВ ВКФ “Луцьккондитер” нестача власних коштів становитиме 127 тис. грн.

В той же час надлишок або нестача власних позичкових джерел для формування запасів і витрат мають наступне представлення:

$$\pm E_t = (E_v + K_t) - Z - F \quad (2.4)$$

Отже, на ВАТ “ТерА” знову ж таки нестача (- 551,3 тис.грн..), на “Луцьккондитер” – надлишок (116,8 тис. грн.) Щодо фінансової стійкості, то можна зробити висновок, що обидва підприємства є нестійкими.

Аналізом ліквідності фірми перш за все цікавляться особи, які надають кредити. Акціонери хочуть знати про рівень ліквідності фірми, про здатність виплачувати дивіденди, покривати основну суму кредиту.

Слід зазначити, що найбільш ліквідними є кошти та їх еквіваленти (ними одразу можна покрити борги).

Сам термін «ліквідність» означає здатність активів швидко перетворюватися у готівкові гроші, зберігаючи їх повну цінність (вартість) [33, с. 54]. Враховуючи правило зростаючої ліквідності, фахівці розрізняють три рівні платоспроможності підприємства [33, с. 55]:

- грошову (абсолютну ліквідність);
- розрахункову (поточну ліквідність)
- критичну ліквідність.

Коефіцієнт грошової платоспроможності (абсолютної ліквідності) визначається відношенням суми залишків за статтями коштів та їх еквівалентів і поточних фінансових інвестицій до суми залишків за непогашеними кредитами та поточної кредиторської заборгованості.

$$K_{г.п.} = \frac{\text{кошти та їх еквіваленти} + \text{поточні фінансові інвестиції}}{\text{Розділ IV пасиву балансу}}$$

або

$$K_{z.n.} = \frac{p.230\phi.1 + p.240\phi.1 + p.220\phi.1}{p.620\phi.1}$$

Коефіцієнт розрахункової (поточної) ліквідності (Кр.п.) визначається відношенням суми залишків за статтями коштів та їх еквівалентів, поточних фінансових інвестицій, дебіторів, товарів і готової продукції до суми залишків за непогашеними короткостроковими кредитами та поточної кредиторської заборгованості.

$$K_{p.n.} = \frac{\text{Оборотні активи}}{\text{Поточні зобов'язання}} = \frac{Ap.2}{Pr.4}$$

або

$$K_{p.n.} = \frac{p.260\phi.1}{p.620\phi.1}$$

Коефіцієнт ліквідної платоспроможності (Кл.п.) визначається відношенням загальної суми оборотних (поточних) активів і витрат майбутніх періодів (розділ II + розділ III) до загальної суми зобов'язань і доходів майбутніх періодів:

$$K_{л.п.} = \frac{\text{Оборотні активи} + \text{витрати майбутніх періодів}}{\text{довгострокові зобов'язання} + \text{поточні зобов'язання} + \text{доходи майбутніх періодів}}$$

або

$$K_{л.п.} = \frac{Ap.II + Ap.III}{Pr.II + Pr.IV + Pr.V} = \frac{p.260\phi.1 + p.270\phi.1}{p.480\phi.1 + p.620\phi.1 + p.630\phi.1}$$

Таким чином визначають чи вистачить у підприємства всіх оборотних засобів для повної ліквідації своїх боргових зобов'язань. Хоча найчастіше користуються середнім коефіцієнтом ліквідності. Щоправда він не завжди дає правдиву інформацію. Тому реальнішим вважається коефіцієнт критичної ліквідності, який визначається відношенням величини оборотних активів за мінусом запасів і незавершеного виробництва до величини поточних зобов'язань. Щодо ліквідності даних суб'єктів господарювання, то для аналізу обрано чотири загальновідомих показники. Результати

розрахунку показників ліквідності кондитерських фабрик ми згрупували у таблицю. (Розрахунок формул подано у Додатку Н).

При встановленні діапазону дії та оптимальних значень даних показників прийняті теоретично виправдані оцінки їх значення, описані в економічній літературі [80, с.32; 61, с.411]:

- коефіцієнт поточної ліквідності 1,00 – 3,00 ;
- коефіцієнт критичної ліквідності 0,50 – 1,00 ;
- коефіцієнт абсолютної ліквідності 0,00 – 0,35 ;
- коефіцієнт співвідношення кредиторської і дебіторської заборгованості 0,30 – 1,00 .

Таблиця 2.4

Показники ліквідності

Показники	«ТерА»			«Луцьккондитер»		
	1999	2000	Відхил.	1999	2000	Відхил.
Коефіцієнт поточної ліквідності	2,8	1,3	-1,5	3,23	2,8	-0,43
Коефіцієнт критичної ліквідності	1,13	0,5	-0,63	0,88	0,78	-0,1
Коефіцієнт абсолютної ліквідності	0,009	0,068	0,059	0,09	0,13	0,04
Частка оборотних засобів в активах	14,5%	21,6%	7,1%	53,9%	49,2%	-4,7%
Частка власних оборотних коштів в активах	9%	5%	-4%	37%	31%	-6%
Коефіцієнт співвідношення дебіторської і кредиторської заборгованості	0,8	1,38	0,58	0,95	1,06	0,11

Дана таблиця свідчить, що коефіцієнт поточної ліквідності на даних фабриках зменшився у порівнянні з 1999 роком. В цілому за даним коефіцієнтом ми бачимо, що фабрики здатні погасити свої короткострокові зобов'язання. Стосовно показника абсолютної ліквідності, то він на фабриках низький і не входить у задані обмеження.

Аналізуючи коефіцієнт співвідношення кредиторської і дебіторської заборгованості, спостерігаємо на обох фабриках тенденцію до його збільшення, він виходить за задані обмеження (0,3 - 1).

Сформована також система показників оборотності капіталу, що включає наступні: оборотність коштів, оборотність запасів, оборотність кредиторської заборгованості, тривалість операційного циклу, тривалість фінансового циклу, оборотність власного капіталу, оборотність сукупного капіталу. (Розрахунок даних коефіцієнтів наведено в Додатку Н). Серед цих показників одне із найважливіших місць займає аналіз оборотності запасів. Адже закупівля товарів і створення запасів на багато місяців наперед зв'язує робочий капітал. Чим вища оборотність запасів, тим менше робочого капіталу відволікається на їх закупівлю (Таб. 2.5). Задамо обмеження:

Коефіцієнт оборотності активів 0,5 – 1,5 Мах

Оборотність коштів (обороті) 0,2 – 2,0 - Мах

Оборотність запасів (обороті) – 5 - 10 Мах

Оборотність запасів (дні) 30 – 60 (враховуючи особливості кондитерської продукції); Оборотність власного капіталу 0,5 – 3,0 - Мах

Оборотність кредиторської заборгованості (обороті) 3,0 – 5 - Мах

Оборотність кредиторської заборгованості (днів) 10 – 20 - Мах

Таблиця 2.5.

Коефіцієнти ділової активності.

Показники	«ТерА»	«Луцьккондитер»
	2000	2000
Коефіцієнт оборотності активів	1,3	0,9
Оборотність коштів (обороті)	18,81	26,8
Оборотність коштів (днів)	19,25	13,4
Оборотність запасів (обороті)	9,98	6,7
Оборотність запасів (днів)	36	53,7
Оборотність кредиторської заборгованості (обороті)	13,5	19,8
Оборотність кредиторської заборгованості (днів)	20	18,1
Тривалість операційного циклу	55,5	67,1
Тривалість фінансового циклу	28,9	49
Оборотність власного капіталу	1,6	3,6
Оборотність сукупного капіталу	1,33	3

З наведеної таблиці видно, що кращі показники ділової активності на ВАТ "ТерА", зокрема дуже висока оборотність запасів за невеликий проміжок часу (9,98 оборотів за 36 днів), тоді як на ВКФ "Луцьккондитер" 6,7 оборотів за 53,7 днів. Оборотність власного капіталу має максимальне значення на обох підприємствах. Оборотність коштів вища на Луцькій фабриці, що свідчить про те, що залучається більша кількість робочого капіталу.

Рентабельність понесених витрат дає змогу визначити відносну величину прибутку, одержаного на кожну гривню, що була вкладена у виробництво кінцевого продукту. Проте лише показника рентабельності витрат замало для аналізу, результатами якого користуються керівники або інвестори (замовники, акціонери).

Рентабельність, як показник, дає уявлення про достатність (недостатність) прибутку порівняно з іншими окремими величинами, які впливають на виробництво і реалізацію і взагалі на фінансово-господарську діяльність підприємства. При визначенні показника рентабельності прибуток співвідноситься з чинниками, які мають найбільший вплив на його отримання. Безумовно, одним з таких чинників є витрати. Адже від того, що і скільки ми вкладаємо, залежить величина прибутку, який нам надходить у ціні реалізації разом з компенсацією понесених витрат. Однак, ми знаємо, що витратитися на виробництво можна лише за наявності коштів для здійснення цих витрат. Зрозуміло, що кожному інвесторові цікавіше знати прибутковість його власних інвестицій, аніж рентабельність понесених підприємством витрат.

Якщо досі серед показників рентабельності найбільш був поширеним згаданий вище показник прибутковості інвестицій у вже виготовлений продукт, то сьогодні дедалі більшого значення набуває показник

прибутковості коштів, інвестованих акціонерами або засновниками в діяльність підприємства в цілому.

Річ у тім, що перший з цих показників, як би він не задовільняв керівника, не дає уявлення про ефективність використання капіталу. Адже значна його частина залишається за межами витрат на реалізовану продукцію: в товарах, запасах, коштах і дебіторах. Вище вже згадувалося, що мати великі залишки за цими статтями не вигідно. Можна досягти великої рентабельності витрат на готову продукцію і водночас мати вельми низьку рентабельність власного капіталу через те, що його значна частина не працює, а здебільшого лежить на складах. Отже, визначити прибутковість власного капіталу акціонерів, засновників допоможе показник прибутку на власний капітал, який розраховується наступним чином:

$$\text{Прибуток на власний капітал} = \frac{\text{Прибуток (р.220ф.2)}}{\text{середній власний капітал}}$$

Не можна сказати, який з показників рентабельності найважливіший. Може статися, що для аналізу їх знадобиться кілька. Найзручніше це робити у порівняльній таблиці за кілька звітних періодів (Таб. 2.6) Задамо обмеження: Прибутковість активів 00 - 0,5 Мах;

Прибутковість власного капіталу 00 – 0,8 Мах;

Операційна рентабельність 00 – 0,5 Мах;

Період окупності власного капіталу 20 – 50 Min;

Коефіцієнт операційних витрат 10 – 2 Min

Таблиця 2.6.

Показники рентабельності (прибутковості)

Показники	«ТерА»			«Луцьккондитер»		
	1999	2000	Відхил.	1999	2000	Відхил.
Прибутковість активів	0,01	0,05	0,04	0,02	0,05	0,03
Прибутковість власного капіталу	0,01	0,06	0,05	0,02	0,06	0,04
Період окупності власного капіталу	61,3	16,4	- 44,9	16,5	15,4	-1,1

Операційна рентабельність	0,04	0,07	0,03	0,02	0,04	0,02
Коефіцієнт операційних витрат	0,99	0,99	0	0,88	0,9	0,01

З наведеної таблиці бачимо, що прибутковість власного капіталу зросла на ВАТ «ТерА» на 0,05, на ЗАТ «Луцьккондитер» на 0,04. Операційна рентабельність також збільшилась. Коефіцієнт операційних витрат практично не змінився і зберігається на низькому рівні. Період окупності власного капіталу значно поліпшився порівняно з попереднім роком на Тернопільській кондитерській фабриці. Отож, загальна рентабельність як свідчить таблиця на обох фабриках поліпшилася і зберігається майже на однаковому рівні.

Щодо оцінки ринкової активності, то ми змогли лише розрахувати коефіцієнт прибутковості акціонерного капіталу, що становить для ВАТ «ТерА» 0,38 (2000 р.) і 0,09 (1999 р.), для «Луцьккондитер» 421,1 (сума статутного капіталу становить лише 17, тис. грн.). Коефіцієнти прибутковості акцій, дивідендних виплат та доходності акцій автор не зміг розрахувати, через те, що дивіденди не нараховуються, а весь прибуток йде на розвиток підприємства.

Отже, всі показники, зібрані у цій методиці? характеризують різні сторони інвестиційної привабливості суб'єкта господарювання та не дають змоги оцінити їх у взаємозв'язку. Тому, як ми вже зазначали, пропонується оцінювати підприємство за інтегральною оцінкою. Для цього необхідно вибрати оптимальну рейтингову систему, яка б дозволяла звести усі різнопланові критерії до одного знаменника. Найпростішим методом такого ранжування є побудова рейтингового ряду та присвоєння кожному з досліджуваних підприємств зайнятого місця за визначеними показниками чи напрямками. Сумування місць дозволяє визначити остаточне місце кожного підприємства у системі рейтингу. Дану систему можна ускладнювати шляхом введення до неї критеріїв вагомості кожного з показників. Професор Бланк І.О. пропонує бальну систему оцінки з

присвоєнням кожному з обраних показників певної кількості балів, граничні значення яких визначаються експертом [11, с.234]

Більш складною є система розрахунків з використанням матричних методів. В її основу покладено порівняння досліджуваного підприємства за кожним з обраних показників з умовним еталонним підприємством (максимальним, мінімальним, оптимальним значенням показника). Отже, при даній системі за базу відліку для одержання рейтингової оцінки використовуються не суб'єктивні прогнози експертів, а найбільш важливі показники, які склалися в умовах реальної ринкової конкуренції. В цілому алгоритм розрахунку інтегрованого показника можна будувати у такій послідовності:

1. У матрицю (a_{ij}) , в якій по горизонталі відображаються обрані для аналізу показники $(i= 1,2,3\dots n)$, а по вертикалі – досліджувані підприємства $(j=1,2,3\dots m)$, вписуються фактичні дані по кожному підприємству. У ній також фіксуються еталонні значення кожного з показників, наприклад, $\max a_{ij}$.
2. Вихідні дані матриці a_{ij} стандартизуються відносно еталонного показника: $x_{ij} = a_{ij} / \max a_{ij}$, де x_{ij} – стандартизовані показники підприємства.
3. Визначається зведений (інтегральний) показник рейтингової оцінки кожного підприємства

$$R_i = \sqrt{(1-x_{1j})^2 + (1-x_{2j})^2 + \dots + (1-x_{nj})^2} \quad (2.5)$$

де R_i – рейтинговий коефіцієнт j – того підприємства; x_{1j} , x_{2j} , x_{nj} – стандартизовані показники підприємства.

4. Здійснюється впорядкування (ранжування) досліджуваних суб'єктів за принципом зменшення значення рейтингового коефіцієнта R_i .

В економічній літературі є пропозиції щодо удосконалення даної методики, зважаючи на те, що показники оцінки можуть мати різну вагомість у цілісній системі оцінки. (138, с.165). Пропонується для кожного показника

встановлювати його вагове значення (k_i), яке визначається з допомогою коефіцієнта в межах від 0 до 1. У такому випадку формула розрахунку інтегрального показника набуде такого вигляду:

$$R_{jk} = \sqrt{k_1(1-x_{1j})^2 + k_2(1-x_{2j})^2 + \dots + k_n(1-x_{nj})^2} \quad (2.6)$$

де k_1, k_2, \dots, k_n – коефіцієнти вагомості показників.

Особливістю зазначеної матричної системи оцінки інвестиційної привабливості є те, що при підборі показників треба врахувати напрям дії кожного з них. До розрахунку треба брати лише показники з однаковим напрямком дії (min, max). Враховуючи те, що більшість аналітичних показників оптимізується у сторону зростання, наведена нами методика стандартизується на max.

У той час, багато показників мають зворотній напрям дії. Наприклад, у сторону зменшення повинні оптимізуватися такі показники, як коефіцієнт зносу основних засобів, оборотність виробничих запасів у днях, коефіцієнт операційних витрат, коефіцієнт співвідношення кредиторської і дебіторської заборгованості. Їх неврахування призведе до неповної загальної оцінки підприємства. Ці недоліки враховані у Методиці інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємств та організації, розробленій Агентством з питань запобігання банкрутства підприємств [80]. Заслуговує на увагу модель, яку запропонував Крупка Я. Д. [64, с.312], де більш ретельно проведено підбір показників і встановлення їх вагомості в загальній оцінці.

Інтегральний показник інвестиційної привабливості об'єкта інвестування ми позначимо K , тоді K_1 – інтегральний показник оцінки майнового стану; K_2 – оцінки фінансової стійкості; K_3 – оцінки ліквідності; K_4 – оцінки оборотності; K_5 – оцінки рентабельності; K_6 – оцінки ринкової активності.

Розрахунок інтегральних показників інвестиційної привабливості підприємств передбачає декілька операцій:

1. Визначення вагомості i -того показника у i -тій групі з урахуванням групової вагомості (B_{ij})

$$B_{ij} = \frac{B_{ij} \times \Gamma_i}{100} \quad (2.7)$$

де B_i – значення вагомості j -того показника в i -тій групі;

Γ_i – значення групової вагомості

2. Встановлення частки варіаційного розмаху для j -того показника у i -тій групі:

$$\Delta_{ij} = \frac{P_{ij \max} - P_{ij \min}}{n_{ij}} \quad (2.8)$$

де $P_{ij \max}$, $P_{ij \min}$ – відповідно максимальне і мінімальне значення кожного показника;

n_{ij} – прийнята кількість одиниць у кожній групі.

3. Розрахунок ранжованого значення j -того показника в i -тій групі.
4. Визначення проміжних інтегрованих значень показників за напрямками аналізу (групах показників).

$$K_i = \frac{\sum_{j=1}^{n_i} R^{(i)ij} \times B_{ij}}{\sum_{j=1}^{n_i} B_{ij}} \quad (2.9)$$

де n – кількість показників у групі;

$R^{(i)}$ -значення екстремальних показників, які задаються залежно від напрямку оптимізації

А загальний інтегральний показник оцінки інвестиційної привабливості підприємства визначається за формулою:

$$K = \frac{\sum_{i=1}^m B_{ij} \sum_{j=1}^{n_i} R^{(i)ij} * B_{ij}}{\sum_{i=1}^m \sum_{j=1}^{n_i} B_{ij}} \quad (2.10)$$

де m – число груп (напрямів діяльності)

Розрахунок інтегральних показників інвестиційної привабливості підприємства передбачає складні операції, які виконуються за допомогою комп'ютерних програм. Використання ПЕОМ дає можливість швидко і без особливих затрат розраховувати необхідні показники, інтегровані значення інвестиційної привабливості за окремими напрямками діяльності і підприємству в цілому. Методика дозволяє оперативно провести порівняльну оцінку інвестиційної привабливості багатьох суб'єктів як на найнижчому рівні (рівні підприємства), так і групи підприємств. У таблиці 2.7 узагальнено результати проведеного аналізу.

Таблиця 2.7

Показники інвестиційної привабливості кондитерських підприємств

Підприємства	K1	K2	K3	K4	K5	K6	Зведений показник
“Луцьккондитер”	2,4571	3,1292	1,8076	1,9862	2,2931	-	2,7346
“ТерА”	2,5359	2,9652	1,7923	3,0536	2,9784	0,02	2,8250

В результаті аналізу, ми дійшли висновку, що обидва підприємства знаходяться майже на однаковому рівні інвестиційної привабливості, хоча інтегральний показник оборотності (ділової активності) і рентабельності дещо кращий на ВАТ “ТерА”. Зате “Луцьккондитер” за показниками ліквідності та фінансової стійкості випереджає Тернопільську фабрику. Однак, як ми зазначали у попередньому розділі, підприємства кондитерської промисловості є самі по собі дуже інвестиційно привабливі, про що свідчить велика оборотність коштів та запасів, окупність власного капіталу, тому при правильній стратегії інвесторів господарська діяльність може швидко налагодитись і підприємство почне давати прибутки.

Отже, за допомогою методу інтегральної оцінки можна за даними офіційної фінансової звітності встановити рівень інвестиційної

привабливості підприємств, оперативно провести рейтингову оцінку значної кількості суб'єктів з метою вибору інвестором кращого варіанту для інвестування, а також для того, щоб саме підприємство змогло оцінити свої переваги та недоліки у порівнянні з іншими підприємствами.

Підсумовуючи вищесказане, необхідно зазначити, що правильне та швидке визначення інвестиційної привабливості підприємства дає змогу як реципієнту, так і потенційному інвестору здійснювати найоптимальніше управління фінансовими ресурсами, що знаходяться у його розпорядженні. Це дасть змогу з однієї сторони мінімізувати ризик від інвестиційної діяльності, а з іншої максимізувати доходи від неї.

2.3. Аналіз джерел фінансування інвестиційного проекту

Найістотнішим фактором інвестиційної діяльності є наявність фінансових ресурсів. Це одна із передумов формування інвестиційних планів і водночас інвестиційне обмеження: з оцінювання обсягів наявних ресурсів починаються інвестиційні розробки, і за цими ресурсами перевіряється реальність уже розробленої інвестиційної стратегії.

Стратегія формування інвестиційних ресурсів підприємства включає низку послідовних етапів. На першому - прогнозуються потреби в загальному обсязі інвестиційних ресурсів, на другому - вивчається можливість формування інвестиційних ресурсів за рахунок різних джерел, на третьому - визначаються методи фінансування з урахуванням специфіки бізнесу, розміру проекту. І нарешті, завершальним етапом розробки стратегії формування є раціоналізація структури джерел формування інвестиційних ресурсів.

Фінансування – це забезпечення проекту ресурсами, до складу яких входять не лише грошові кошти, але й виражені в грошовому еквіваленті інші інвестиції, в тому числі основні та обігові кошти, майнові права і нематеріальні активи. [19; 14; 22; 48; 65]

Визначення загального обсягу інвестицій дає відповіді на питання :

- яким чином в перспективі буде формуватися основний і обіговий капітал;
- яким повинно бути співвідношення власного і акціонерного капіталу;
- при якому співвідношенні фінансових ресурсів, що спрямовуються на нагромадження і споживання, доходи від виробництва і реалізації будуть найбільшими.

При формуванні інвестиційних ресурсів підприємство завжди переслідує мету максимізації прибутку і воліє залучити позичкові кошти за щонайменшої ціни. Кредитори, в свою чергу, як власники або розпорядники капіталу прагнуть продати позичкові кошти якомога дорожче. Тому формуванню капіталу завжди передують прискіпливий аналіз вартості можливих джерел фінансування.

Як відомо, для здійснення інвестування можуть використовуватись як власні так і різного роду залучені кошти. Закон України "Про інвестиційну діяльність" визначає такі джерела фінансування інвестиційного проекту [1]:

- власні фінансові внутрішньогосподарські суб'єкти та внутрішньогосподарські резерви;
- залучені фінансові засоби;
- фінансові засоби, одержані від продажу акцій;
- пайові та інші внески членів трудових колективів, громадян, юридичних осіб;
- грошові кошти, централізовані об'єднаннями підприємств;
- засоби позабюджетних фондів;
- кошти держбюджету;
- кошти іноземних інвесторів.

Власні фінансові і внутрішньогосподарські суб'єкти можуть забезпечити надходження коштів для інвестування за рахунок прибутковості власної діяльності. Крім цього не слід виключати також і можливості залучення коштів за рахунок продажу активів цих суб'єктів, як, наприклад, обладнання та приміщень. Залучення фінансових засобів здійснюється за рахунок перш за все позик у кредитних установах, а також боргів іншим юридичним особам, які можна розглядати як безпроцентні кредити. Фінансові засоби, одержані від продажу акцій, пайові та інші внески членів трудових колективів, громадян, юридичних осіб, грошові кошти, централізовані об'єднаннями підприємств, засоби позабюджетних фондів,

кошти держбюджету а також кошти іноземних інвесторів попадають в такі загальні категорії інвестиційних ресурсів як випуск цінних паперів, інвестиційні лізинг та селенг.

Доповнивши проведений аналіз джерел фінансування розглянутими вище напрямками використання інвестиційних ресурсів, отримаємо схему трансформації інвестиційних ресурсів, представлену на рисунку 2.6.

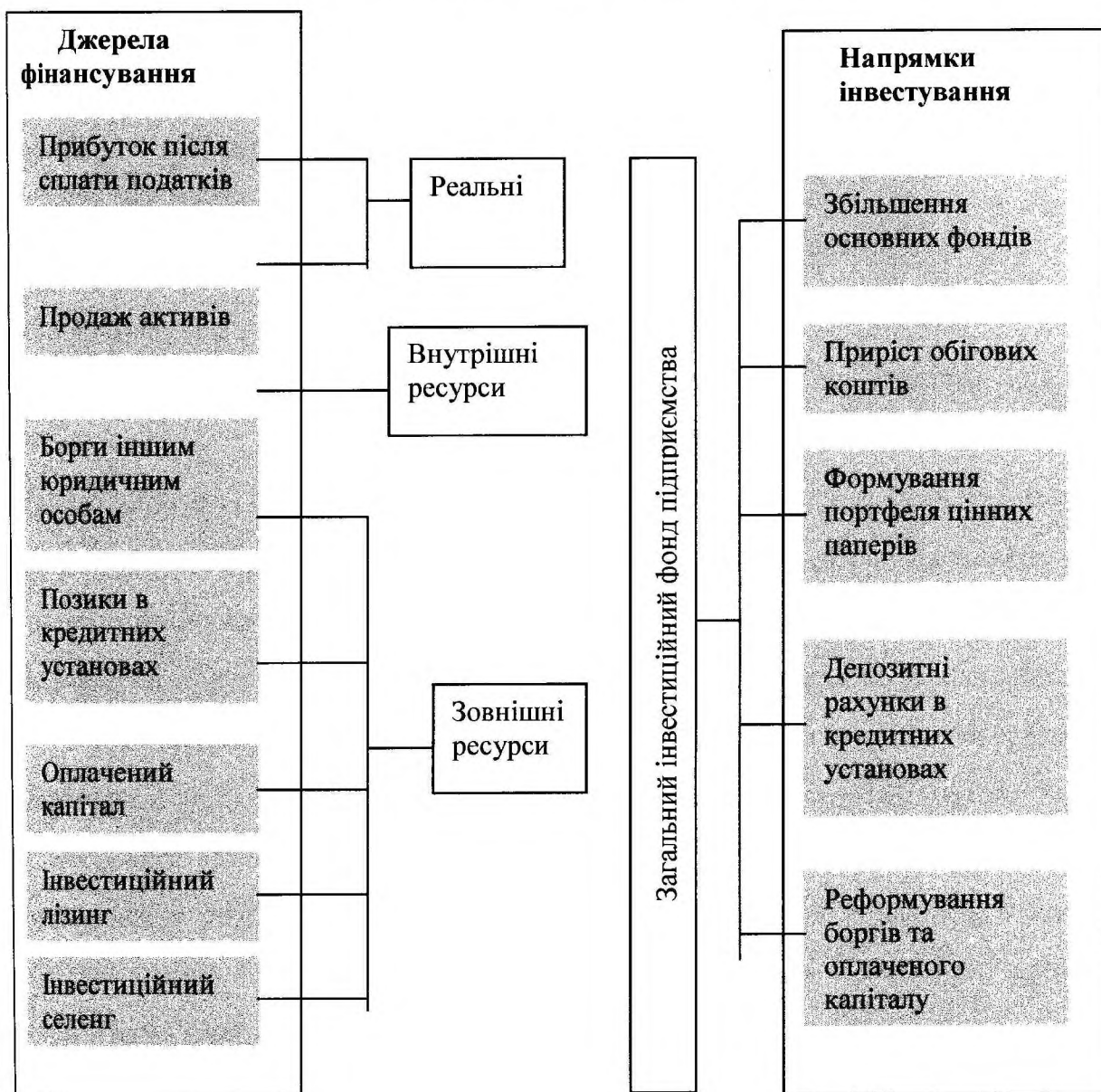


Рис. 2.6. Формування та використання інвестиційного фонду підприємства.

При формуванні інвестиційних ресурсів важливо раціонально вибрати форми залучення капіталу і перш за все вирішити – чи нарощувати

акціонерний капітал, випускаючи цінні папери, чи залучити позичковий капітал. Розширення акціонерного капіталу має свої переваги та недоліки. До переваг слід віднести наступні фактори:

- дохід на акцію залежить від результатів роботи підприємства;
- за допомогою акцій капітал залучається на невизначений термін і без зобов'язань по поверненню;
- випуск акцій у відкритий продаж підвищує їх ліквідність;
- відкрите акціонерне товариство має більше можливостей для залучення капіталу, ніж закрите.

До недоліків розширення акціонерного капіталу можна віднести наступне:

- розширення числа акціонерів утруднює управління;
- випуск акцій призводить до розкидання доходу між великим числом учасників;
- акціонерне товариство відкритого типу повинно систематично складати звіти, що пов'язано із обмеженням можливостей оголошення інформації комерційною таємницею;
- відкритий продаж акцій може привести до втрати контролю за власністю.

Слід зауважити, що на даний момент основними джерелами фінансових ресурсів реалізації інвестиційних проектів підприємств кондитерської промисловості є реальні кошти (за рахунок прибутку, що залишається у розпорядженні підприємства після оплати податків), а також кредитні ресурси. Інші джерела мають поки що лише епізодичне використання і частка їх в загальному обсязі інвестицій дуже незначна.

Однак потрібно звернути увагу на те, що з переходом до ринку виникає багато спірних питань щодо амортизації як самостійного джерела фінансування інвестиційної діяльності кондитерського підприємства. Беручи до уваги українське законодавство [1], а також висловлювання окремих авторів, амортизація вважається одним з найвищих джерел фінансових

ресурсів для здійснення інвестицій. На нашу думку, для вирішення даного питання необхідні різні підходи. Якщо розглядати амортизацію з позиції макроекономічного нагромадження капіталу, то звичайно, застосування прогресивних методів амортизаційних відрахувань, прискореної амортизації, дозволяє швидкими темпами здійснити оновлення активів. Водночас, якщо підходити до цього з позицій теорії бухгалтерського обліку на конкретному підприємстві (у нашому випадку, кондитерському), то будемо мати зовсім іншу картину. Засновники, інвестори підприємства, здійснивши певні інвестиційні вкладення у придбання основних засобів, нараховують знос по них тільки для того, щоб за рахунок собівартості створити відповідне джерело списання зношених об'єктів, з позиції ринкової теорії оцінки ефективності амортизація входить до складу грошового потоку, що є джерелом повернення інвестиційного капіталу, а не фінансування інвестицій. Тому, застосування різних методів нарахування амортизації, на наш погляд, може сприяти прискоренню обороту інвестованого капіталу, в той же час амортизація не може бути самостійним джерелом інвестування для підприємства.

Головними критеріями раціоналізації співвідношення внутрішніх і зовнішніх джерел фінансування інвестиційної діяльності є необхідність забезпечення високої фінансової стійкості компанії та максимізація суми прибутку від інвестиційної діяльності, який знаходиться у розпорядженні засновників компанії при різних співвідношеннях внутрішніх і зовнішніх джерел фінансування. Залучення того чи іншого джерела фінансування пов'язане з певними втратами: акціонерам треба виплачувати дивіденди, банкам – проценти за надані кредити і т.д. Загальна сума коштів, які необхідно сплатити за використання певного обсягу фінансування називається ціною капіталу.

Капітал, який використовується для фінансування інвестицій у будь-якій його формі (внутрішніх ресурсів чи сплаченого капіталу) завжди є

обмеженим ресурсом. Тому виникає необхідність оцінити його вартість. Під вартістю капіталу розуміють середню ціну, яку платить підприємство за його залучення з різних джерел. Іншими словами, вартість капіталу - це рівень доходу, який підприємство має сплатити інвесторам, щоб спонукати їх ризикувати своїми грошима [140, с.235]. Для того, щоб визначити середню вартість капіталу підприємства потрібно визначити структуру джерел його формування та рівень вартості капіталу, одержаного з кожного джерела. Аналіз структури пасиву балансу ВАТ "ТерА" свідчить, що основними складовими є внутрішні ресурси (кошти власників, учасників, об'єднані статутному, пайовому, резервному та додатковому капіталі; нерозподілений прибуток), а також залучені кошти, що є альтернативними напрямками формування ресурсів підприємства. Тому ціну капіталу підприємства розраховують за загальновідомою формулою середньої арифметичної зваженої. Але перед тим потрібно визначити вартість кожного джерела окремо.

Розглянемо методику розрахунку вартості основних джерел формування інвестиційних ресурсів. Для розрахунку вартості капіталу за рахунок прибутку, що залишається у розпорядженні підприємства, використовують наступну формулу [140, с.238]:

$$VK_p = \frac{PR}{VLK} \cdot 100 \quad (2.10)$$

де VK_p – вартість залучення капіталу, за рахунок прибутку, що залишається в розпорядженні підприємства;

PR – сума прибутку, що залишається в розпорядженні підприємства (чистий прибуток);

VLK – середня величина власного капіталу;

Вартість капіталу кредитних ресурсів визначається за формулою:

$$VK_{kr} = \frac{PK}{KR} (1 - SP) \quad (2.11)$$

- де VK_{kr} – вартість кредитних ресурсів;
 PK – затрати на оплату процентів за користування кредитом;
 KR – сума коштів з даного джерела;
 SP – ставка податку на прибуток.

Слід зазначити, що раціоналізація формування інвестиційних ресурсів проекту базується на такому принципі: середньозважена вартість капіталу повинна бути меншою, ніж внутрішня норма рентабельності проекту. Така вимога обумовлена тим, що проект повинен забезпечити розширене відтворення коштів, затрачених на залучення капіталу.

Зміни відповідних часток різних джерел фінансування або зміна відповідних значень вартості капіталу, сформованого за рахунок цих джерел можуть підвищити або зменшити середньозважену вартість капіталу. Зрозуміло також, що надмірне фінансування інвестиційної діяльності за рахунок тільки одного джерела може негативно вплинути на фінансову стабільність підприємства. Це особливо відчутно, коли в структурі капіталу значна частка боргу. Коли це відбувається, зростаючі фіксовані фінансові зобов'язання можуть різко збільшити ризик виникнення неплатоспроможності, а це може привести до росту вартості капіталу підприємства. Таким чином, середньозважена вартість капіталу використовується для встановлення крайньої межі, з допомогою якої визначають доцільність реалізації конкретного інвестиційного проекту.

Деталізуємо математичну модель оцінки вартості капіталу підприємства із врахуванням регіональних особливостей ринку кредитних ресурсів, вважаючи основними джерелами інвестування власні кошти та кредити. При цьому оцінка вартості капіталу за рахунок прибутку здійснюється згідно із формулою (2.10). Однак оцінку вартості капіталу кредитних ресурсів проведемо із врахуванням умов регіонального ринку кредитних ресурсів підприємства. При цьому врахуємо розміри відсоткових

ставок, які задаються окремими кредитними установами, їхні обмеження на максимальні обсяги надання кредитів одному підприємству та їхні вимоги щодо фінансової стійкості позичальника. Таке врахування дозволить оцінити максимальні розміри кредитних ресурсів, які може залучити підприємство, а також затрати на оплату процентів за користування кредитом.

Для оптимізації процесу залучення коштів розглянемо задачу лінійного програмування, цільовою функцією якої виберемо сумарні затрати на оплату процентів за кредит. З метою спрощення задачі згрупуємо кредити за трьома видами: короткотермінові, середньо- та довготермінові, кожному із яких припишемо середні терміни надання кредитів - T_i $i = \overline{1,3}$. Будемо також вважати, що підприємство може розраховувати на частки позичених коштів за видами кредитів згідно деяких усереднених коефіцієнтів d_i $i = \overline{1,3}$, які визначаються поточною практикою кредитування. Невідомими задачі вважатимемо обсяги K_j кредитних ресурсів, залучених підприємством в j -ій кредитній установі. Прийmemo тривалість періоду оцінки наслідків інвестиційної діяльності рівною величині T . При цих допущеннях сумарні затрати на оплату процентів за кредит можна представити таким співвідношенням:

$$PKR = \sum_{i=1}^3 \sum_{j=1}^D [\{ (1 + VKR_{ij})^{T_i} - 1 \} K_j d_i \frac{T}{T_i}] \quad (2.12)$$

де VKR_{ij} – величина відсотку за користування кредитом i -го виду в j -ій кредитній установі,

D – кількість кредитних установ, які розглядаються.

У представленні використано формулу складного процента, що дозволяє оцінити частку коштів $\{ (1 + VKR_{ij})^{T_i} - 1 \}$, яку доведеться сплатити за користування кредитом. Тут також враховується обсяг $K_j d_i$ кредиту виду

i , отриманий в банку j а також кількість $\frac{T}{T_i}$ поновлень кредитних договорів, якщо їхній термін T_i менший за період аналізу T .

Окрім головного критерію прийняття рішення при виборі джерел фінансування бізнес-плану необхідно задовольнити основні вимоги позичальника. Вважаємо, що основним показником фінансової стійкості використовується коефіцієнт поточної ліквідності. Його допустимі значення визначаються наступним діапазоном [37]:

$$1 \leq \frac{Z}{PZ + \sum_{i=1}^3 \sum_{j=1}^D d_i K_j} \leq 3 \quad (2.13)$$

де Z – запаси,

PZ – поточні зобов'язання.

Значення показників Z і PZ беруться із відповідних статей річного балансу підприємства. Вказану нерівність зручніше представити у вигляді двох окремих нерівностей. Після відповідних перетворень ці нерівності представимо у вигляді

$$\sum_{i=1}^3 \sum_{j=1}^D d_i K_j + PZ \leq Z \quad (2.14)$$

$$\sum_{i=1}^3 \sum_{j=1}^D d_i K_j + PZ \geq \frac{1}{3} Z \quad (2.15)$$

З метою отримання верхніх оцінок вартості капіталу при поточному стані підприємства припускаємо, що воно прагне отримати максимально можливий обсяг запозиченого капіталу, тобто замість нерівностей (2.14), (2.15) розглядаємо рівність (2.16):

$$\sum_{i=1}^3 \sum_{j=1}^D d_i K_j + PZ = Z \quad (2.16)$$

При розгляді умов відносно вибору джерел кредитування необхідно врахувати також наявність максимальних обмежень B_j щодо обсягів кредитування підприємства j -ою кредитною установою:

$$K_j \leq B_j \quad (2.17)$$

На основі вказаних положень побудуємо модель формування політики вибору джерел фінансування інвестиційних проектів як наступну задачу лінійного програмування:

$$PKR = \sum_{i=1}^3 \left\{ \sum_{j=1}^D [\{ (1 + VKR_{ij})^{T_i} - 1 \} K_j d_i \frac{T}{T_i}] \right\} \rightarrow \min \quad (2.18)$$

$$\sum_{i=1}^3 \sum_{j=1}^D d_i K_j = Z - PZ \quad (2.19)$$

$$K_j \leq B_j \quad (2.20)$$

$$K_j \geq 0 \quad (2.21)$$

Після розв'язання задачі (2.18)-(2.21) неважко визначити зважену вартість капіталу підприємства. Загальний обсяг інвестиційного капіталу ZIK буде дорівнювати сумі коштів сформованих із прибутку PR та залучених коштів. Згідно співвідношення (2.19) отримаємо:

$$ZIK = PR + Z - PZ \quad (2.22)$$

Представлення питомої ваги a_j j -го кредиту в загальному обсязі інвестицій тепер можна виразити таким чином:

$$a_j = \frac{K_j}{ZIK} \quad (2.23)$$

Поєднуючи запропоновані раніше співвідношення і вважаючи основними джерелами інвестування власні кошти та кредити, отримаємо

наступну формулу для обчислення вартості капіталу VK_j , сформованого за допомогою j -го джерела фінансування:

$$VK_j = \frac{K_j}{ZIK} \sum_{i=1}^3 \left[\{(1 + VKR_{ij})^{T_i} - 1\} d_i \frac{T}{T_i} \right] (1 - SP) \quad (2.24)$$

де SP – ставка податку на прибуток.

У цьому випадку для обчислення вартості капіталу за рахунок прибутку, що залишається у розпорядження підприємства отримуємо наступне співвідношення:

$$VK_p = \frac{PR}{VLK} \cdot \frac{PR}{ZIK} \quad (2.25)$$

Сумуючи вказані величини, отримуємо оцінку вартості капіталу :

$$VK = \sum_{j=1}^D VK_j + VK_p \quad (2.26)$$

Сформована методика дає змогу побудувати верхню оцінку вартості капіталу. Розглянемо приклад побудови такої оцінки для ВАТ “ТерА”.

Вхідні дані задачі, отримані на основі оцінки фінансового стану підприємства, згрупуємо в таблицю 2.8

Таблиця 2.8

**Параметри оцінки фінансових результатів діяльності підприємства
“ТерА” за 2000 рік**

Ставка податку на прибуток SP	30%
Власний капітал VLK	5485300
Поточні зобов'язання PZ	394600
Обсяг прибутку PR	480400
Запаси Z	881300

Як можливі джерела фінансування виберемо Тернопільські відділення банків “Аваль”, “Приватбанк”, “Універсальний” та “Державного експортно-

імпортного банку України”. Розміри відсоткових ставок цих банків, залежно від термінів надання кредитів приведені в таблиці 2.9

Таблиця 2.9

Розміри відсоткових ставок банків

Вид кредиту->	Короткострокові	Середньострокові	Довгострокові
Банк			
Аваль	37%	34%	27%
Приватбанк	40%	36%	29%
Універсальний	38%	35%	28%
Держ. ексімп банк	37%	33%	27%

Прийmemo також середні терміни для надання кредитів рівними: для короткострокових – 1 рік, середньострокових – 3 роки, довгострокових – 5 років, а тривалість періоду аналізу рівною 5 рокам. Вважаємо, що максимальні обсяги кредитування банками підприємства масштабу “ТерА” складають 150000 гривень. В результаті розв’язання даної задачі засобами електронних таблиць Excel отримано оптимальні обсяги розподілу залучених коштів по кредитних установах, які наводяться в таблиці 2.10

Таблиця 2.10

Розподіл залучених коштів ВАТ “ТерА”

Обсяг кредитних ресурсів				
Вид кредиту->	Короткострок	Середньострок	Довгострок	Всього по банку
Банк				
Аваль	55500,0	51000,0	40500,0	150000,0
Приватбанк	14680,0	13212,0	10643,0	36700,0
Універсальний	57000,0	52500,0	42000,0	150000,0
Держ. ексімп банк	55500,0	49500,0	40500,0	150000,0
Загальний обсяг кредитних ресурсів		486700		
Максимальний обсяг кредитних ресурсів		486700		

Отримані при цьому затрати на оплату процентів за користування кредитом наводяться в таблиці 2.11

Таблиця 2.11

Затрати ВАТ "ТерА" на оплату процентів за користування кредитом

Вид кредиту-> Банк	Короткострок.	Середньострок	Довгострок	Всього по банку
Аваль	102675,0	119518,8	93305,4	315499,2
Приватбанк	29360,0	33370,3	27377,0	90107,4
Універсальний	108300,0	127782,8	102310,9	338393,7
Держ. ексмп банк	102675,0	111592,6	93305,4	307572,9
			Всього	1051573,3

Отриманий розподіл коштів та затрат на їх оплату призвів до середньозважених вартостей капіталу, що наводяться в таблиці 2.12

Таблиця 2.12

Розподіл середньозваженої вартості капіталу за джерелами фінансування ВАТ "ТерА"

Вартості капіталу			
Вид кредиту-> Банк	Короткострок.	Середньострок	Довгострок
Аваль	7,43%	8,65%	6,75%
Приватбанк	2,13%	2,42%	1,98%
Універсальний	7,84%	9,25%	7,41%
Держ. ексмп банк	7,43%	8,08%	6,75%
Всього	24,83%	28,39%	22,89%

Сумарна зважена вартість капіталу на підприємстві, як видно із підсумкової таблиці 2.14 становила 80.46 відсотків.

Таблиця 2.14

Розрахунок оптимальної структури капіталу ВАТ "ТерА"

Джерела фінансув.	Обсяги	Структ. джерел	Сер.варт.капіт.
Власний капітал	480400	49,7%	4,35%
Залучений капітал	486700	50,3%	76,11%
Всього	967100	100%	80,46%

Таким чином, в даному параграфі проведено аналіз джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємства. Досліджено ринок

кредитних ресурсів в Тернопільському регіоні. Розроблена методика розрахунку вартості капіталу на основі задачі лінійного програмування та здійснена її програмна реалізація з допомогою засобів MS EXCEL.

Висновки до розділу II

Викладені у даному розділі положення дають змогу зробити такі висновки:

1. Головними напрямками і підходами до фінансового аналізу інвестиційної привабливості є: проведення оперативної оцінки фінансово-майнового стану та діяльності майбутніх об'єктів інвестування; відбір вигідних варіантів інвестування тощо. Автором визначено інформаційну базу та проведені практичні дослідження інвестиційної привабливості підприємств ВАТ "ТерА" та ТЗОВ ВКФ "Луцьккондитер", що вказують на перспективність вкладання коштів у розвиток малих і середніх за розмірами кондитерських підприємств. Обгрунтована необхідність фінансового аналізу інвестиційних проектів.

2. В ситуації кризи інвестиційної сфери вимоги щодо ефективного використання ресурсів є суттєвими не тільки для реципієнта, але й для інвестора, тобто важливим моментом ефективності інвестування є наявність методичної бази, яка дозволяє інвесторові ухвалювати правильне рішення про фінансування проекту. Тому на основі аналізу джерел фінансування інвестиційної діяльності та їх впливу на вартість капіталу побудовано математичну модель розрахунку вартості капіталу з допомогою задачі лінійного програмування. Досліджено ринок кредитних ресурсів в Тернопільському регіоні. На основі отриманої інформації та використовуючи фінансові показники діяльності ВАТ "ТерА" розрахована вартість капіталу засобами електронних таблиць EXCEL.

Основні положення, викладені у даному розділі опубліковані у працях [112; 113; 115; 118; 119].

РОЗДІЛ ІІІ.

АНАЛІЗ ЕФЕКТИВНОСТІ РЕАЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ

3.1. Методи оцінки економічної ефективності реальних інвестиційних проектів

Серед вчених економістів та практиків на сьогодні немає спільної думки стосовно методології проведення фінансового аналізу і оцінки ефективності інвестиційних проектів. В якості головного критерію аналізу проекту виступає комерційна ефективність. Реалізація даного підходу базується на аналізі грошових потоків і передбачає мінімізацію затрат та максимізацію прибутків і дає непогані результати при фінансовому аналізі і оцінці ефективності інвестиційних проектів.

Для оцінки ефективності інвестиційного проекту використовується система економічних показників, які відображають співвідношення пов'язаних з проектом витрат і результатів, дають змогу оцінити економічну привабливість проекту для підприємства та інвестора, показують економічні переваги одних проектів над іншими.

Питанням дослідження економічної ефективності інвестиційних проектів в сучасній літературі надається значна увага. Разом з тим відсутня думка щодо вибору методів і показників ефективності при оцінці об'єктів реального інвестування. В табл. 3.1 наведені основні кваліфікації методів і показників оцінки ефективності інвестиційних проектів, що подаються в економічній літературі.

Таблиця 3.1

Методи оцінки ефективності інвестиційних проектів

Автор, джерело	Методи оцінки ефективності	Система показників
1	2	3
Бланк І. О. [11, с. 167]	1. Традиційні	- коефіцієнт ефективності - строк окупності
	2. Нові	- чистий приведений дохід - індекс доходності - період окупності - внутрішня норма доходності
Ковальов В. В. [55, с. 54]	1. Методи, що базуються на облікових оцінках	- строк окупності інвестицій - коефіцієнт ефективності інвестицій
	2. Дисконтова ні методи, що базуються на дисконтова них оцінках	- чистий приведений ефект - індекс рентабельності інвестицій - внутрішня норма прибутку - дисконтова ний строк окупності інвестицій
Орлов П. [с.30-36]	1. Методи, що характеризуються стабільною величиною корисних результатів	- строк окупності - коефіцієнт рентабельності капітальних вкладень - метод ануїтету - метод приведених затрат
	2. Методи, що ґрунтуються на розрахунку чистої поточної вартості	- чиста приведена вартість - коефіцієнт внутрішньої рентабельності - період повернення капіталовкладень
Хелферт Е. [130, с. 302]	1. Прості	- окупність - проста ставка доходності
	2. Складні з врахуванням фактора часу	- чиста дисконтова на вартість - індекс прибутковості - внутрішня норма окупності

З огляду на вищевикладене, показники економічної ефективності, що використовуються в аналізі інвестиційної діяльності, можна розділити на дві групи в залежності від того, враховується чи ні часовий параметр:

- а) засновані на дисконтованих оцінках;
- б) засновані на облікових оцінках.

До першої групи відносяться показники: чистого приведеного ефекту (*Net Present Value, NPV*), індексу рентабельності інвестицій (*Profitability Index, PI*); внутрішньої норми прибутку (*Internal Rate of Return, IRR*); дисконтований строк окупності інвестиції (*Discounted Payback Period, DPP*).

До другої групи відносяться показники: строк окупності інвестиції (*Payback Period, PP*), коефіцієнт ефективності інвестиції (*Accounting Rate of Return, ARR*). Розглянемо основні ідеї, що лежать в основі методів розрахунку показників ефективності інвестиційних проектів.

В основу методу розрахунку чистого приведеного ефекту покладено відповідність меті, що визначається власниками - підвищення цінності підприємства, кількісною оцінкою якої служить його ринкова вартість. Проте прийняття рішень по інвестиційних проектах найчастіше ініціюється і здійснюється не власниками підприємства, а адміністрацією. Тому в розрахунках передбачається, що цілі власників та адміністрації співпадають, тобто негативні наслідки можливого конфлікту не враховуються. Метод базується на зіставленні величини вихідної інвестиції (*IC*) із загальною сумою дисконтованих чистих грошових надходжень, що отримуються внаслідок реалізації проекту протягом прогнозованого терміну t . Оскільки надходження коштів розподілене в часі, він дисконтується за допомогою коефіцієнту E . Коефіцієнт встановлюється аналітиком (інвестором) виходячи з значення щорічного відсотка повернення, який він хоче може мати на інвестований ним капітал.

Нехай, робиться прогноз, що інвестиція (*IC*) буде генерувати протягом n років річні доходи в розмірі P_1, P_2, \dots, P_n . Загальна накопичена величина

дисконтованих доходів (*Present Value, PV*) і чистий приведений ефект (*Net Present Value, NPV*) відповідно розраховуються за формулами:

$$PV = \sum_t \frac{P_t}{(1+E)^t}, \quad (3.1)$$

$$NPV = \sum_t \frac{P_t}{(1+E)^t} - IC. \quad (3.2)$$

Очевидно, що якщо: $NPV > 0$, то проект варто прийняти;

$NPV < 0$, проект варто відкинути;

$NPV = 0$, то проект ні прибутковий, ні збитковий.

Економічна інтерпретація критерію NPV з позиції власників [77]:

- якщо $NPV < 0$, то у випадку прийняття проекту цінність підприємства зменшиться, тобто власники понесуть збиток;
- якщо $NPV = 0$, то у випадку прийняття проекту цінність підприємства залишиться на попередньому рівні;
- якщо $NPV > 0$, то у випадку прийняття проекту цінність підприємства збільшиться.

Доцільно виділити ситуацію, коли $NPV = 0$. У цьому випадку дійсний добробут власників не змінюється, однак, як уже зазначалося вище, інвестиційні проекти нерідко приймаються управлінським персоналом самостійно, при цьому адміністрація може керуватися і своїми оцінками. Проект з $NPV = 0$ все ж таки має додатковий аргумент у свою користь: у випадку реалізації проекту добробут власників компанії не зміниться, але в той же час обсяги виробництва зростуть, тобто збільшаться масштаби діяльності. Оскільки досить часто збільшення розмірів діяльності розглядається як позитивна тенденція, проект усе-таки приймається.

При прогнозуванні доходів по роках необхідно враховувати усі види надходжень як виробничого, так і невиробничого характеру, що можуть бути асоційовані з даним проектом. Так, якщо по закінченні періоду реалізації проекту планується надходження засобів у вигляді ліквідаційної вартості устаткування, чи вивільнення частини оборотних коштів, вони повинні бути

враховані як доходи відповідних періодів.

Якщо проект припускає не разову інвестицію, а послідовне інвестування фінансових ресурсів протягом m років, то формула для розрахунку NPV модифікується в такий спосіб:

$$PV = \sum_t \frac{P_t}{(1+E)^t} - \sum_{j=1}^m \frac{IC_j}{(1+I)^j}, \quad (3.3)$$

де I - прогнозований середній рівень інфляції.

Врахування інфляції може додатково знизити рівень ризикованості проекту в умовах невизначеності щодо змін в економіці країни.

Слід також зазначити, що при розрахунку NPV , як правило, використовується постійна ставка дисконтування, однак, можуть використовуватися і індивідуальні коефіцієнти дисконтування. Важливою властивістю, що дозволяє використовувати цей показник в якості основного є його адитивність (постійність) у просторово-часовому аспекті, тобто NPV різних проектів можна підсумовувати.

Серед обмежень показника NPV необхідно звернути увагу на те, що він дає імовірнісну оцінку приросту вартості підприємства у випадку прийняття проекту.

Метод розрахунку індексу рентабельності інвестиції є по суті наслідком попереднього. Індекс *рентабельності* (PI) розраховується за формулою:

$$PI = \sum_t \frac{P_t}{(1+E)^t} / IC \quad (3.4)$$

Очевидно, що якщо: $P_i > 1$, то проект варто прийняти,

$P_i < 1$, то проект варто відкинути,

$P_i = 1$, то проект є ні прибутковим, ні збитковим.

На відміну від чистого приведенного ефекту індекс рентабельності є відносним показником: він характеризує рівень доходів на одиницю витрат, тобто ефективність вкладень. Чим більше його значення, тим вище віддача

кожного карбованця, інвестованого в даний проект. Завдяки цьому показник *PI* дуже зручний при виборі одного проекту з ряду альтернативних, що мають приблизно однакові значення *NPV*.

Під внутрішньою нормою прибутку інвестиції *IRR* (синоніми: внутрішня прибутковість, внутрішня окупність) розуміють значення коефіцієнта дисконтування *r*, при якому *NPV* проекту дорівнює нулю:

$$IRR = E, \text{ при якому } NPV = f(r) = 0.$$

Іншими словами, якщо позначити $IC = CF_0$, то *IRR* знаходиться з рівняння:

$$\sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+IRR)^t} = 0 \quad (3.5)$$

Для більш наглядного розуміння показника *IRR* використаємо графічний метод. Розглянемо функцію:

$$f(r) = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (3.6)$$

Ця функція має ряд властивостей. По-перше, з виду залежності видно, що $f(r)$ - нелінійна функція. По-друге, очевидно, що при $r = 0$ вираз в правій частині (3.6) перетвориться в суму елементів вихідного грошового потоку, іншими словами, графік *NPV* перетинає вісь ординат в точці, рівній сумі всіх елементів недисконтованого грошового потоку, включаючи величину вихідних інвестицій. По-третє, з формули (3.6) видно, що з ростом *r* графік функції прямує до осі абсцис і перетинає її в деякій точці, що і є *IRR* (рис. 3.1).

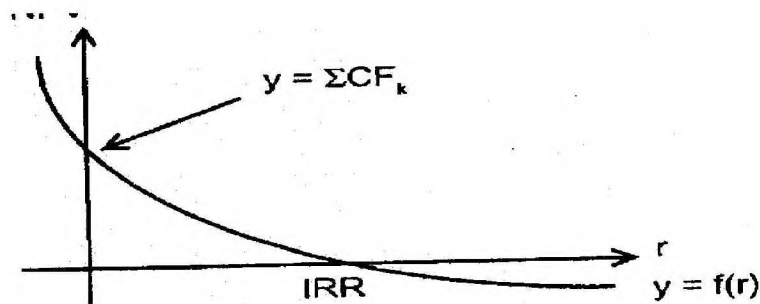


Рис. 3.1. Графік *NPV* класичного інвестиційного проекту

По-четверте, завдяки тому, що $f(r)$ нелінійна, показник IRR не має властивості адитивності. Зміст розрахунку внутрішньої норми прибутку при аналізі ефективності планованих інвестицій, як правило, полягає в наступному: IRR показує очікувану прибутковість проекту, а, отже, максимально припустимий відносний рівень витрат, що можуть бути асоційовані з даним проектом. Наприклад, якщо проект цілком фінансується за рахунок позички комерційного банку, то значення IRR показує верхню границю припустимого рівня банківської процентної ставки, перевищення якого робить проект збитковим.

На практиці будь-яка комерційна організація фінансує свою діяльність, у тому числі й інвестиційну, з різних джерел. Як плату за користування авансованими в діяльність організації фінансовими ресурсами вона сплачує відсотки, дивіденди, винагороди. Показник, що характеризує відносний рівень цих витрат у відношенні довгострокових джерел засобів, як обговорювалося вище, називається *середньозваженою ціною капіталу* ($WACC$). Цей показник відбиває сформований у комерційній організації мінімум повернення коштів на вкладений у її діяльність капітал, його рентабельність.

Таким чином, економічний зміст показника IRR полягає в тому, що підприємство може приймати будь-яке рішення інвестиційного характеру, рівень рентабельності яких не нижче поточного значення показника "ціна капіталу" (CC), під яким розуміється або $WACC$, якщо джерело засобів точно не ідентифіковане, або ціна цільового джерела. Саме з показником CC порівнюється показник IRR , розрахований для конкретного проекту, при цьому зв'язок між ними такий:

Якщо, $IRR > CC$, то проект варто прийняти;

$IRR < CC$, то проект варто відкинути;

$IRR = CC$, то проект не є ні прибутковим, ні збитковим.

Незалежно від того, з чим порівнюється IRR , очевидно одне: проект приймається, якщо його IRR більше деякої граничної величини; тому за інших рівних умов, як правило, більше значення IRR вважається кращим.

Метод визначення строку окупності інвестицій є одним з найпростіших і широко розповсюджених у світовій обліково-аналітичній практиці. Алгоритм розрахунку строку окупності (PP) залежить від рівномірності розподілу прогнозованих доходів від інвестиції. Якщо дохід розподілений по роках рівномірно, то строк окупності розраховується розподілом одноразових витрат на величину річного доходу, обумовленого ними. При одержанні дробового числа, воно округляється в бік збільшення до найближчого цілого. Якщо прибуток розподілений нерівномірно, то строк окупності розраховується прямим підрахунком числа років, протягом яких інвестиція буде погашена кумулятивним доходом. Загальна формула розрахунку показника PP має вид:

$$PP = \min n, \quad \text{при якому} \quad \sum_{t=1}^n P_t \geq IC \quad (3.7)$$

Деякі фахівці при розрахунку показника PP усе-таки рекомендують враховувати часовий аспект. У цьому випадку в розрахунок приймаються грошові потоки, дисконтовані по показнику $WACC$, а відповідна формула для розрахунку дисконтованого строку окупності, DPP , має вид:

$$DPP = \min n, \quad \text{при якому} \quad \sum_{t=1}^n P_t \frac{1}{(1+E)^t} \geq IC \quad (3.8)$$

Очевидно, що у випадку дисконтування строк окупності збільшується, тобто $DPP > PP$. Іншими словами, проект, прийнятний за показником PP , може виявитися неприйнятним за критерієм DPP . Насамперед необхідно відзначити, що в оцінці інвестиційних проектів показники PP і DPP можуть використовуватися подвійно:

- а) проект приймається, якщо окупність має місце;
- б) проект приймається тільки в тому випадку, якщо строк окупності не перевищує встановленого ліміту.

Показник строку окупності інвестиції дуже простий у розрахунках, разом з тим він має ряд недоліків, які необхідно враховувати в аналізі. По-перше, він не враховує вплив доходів останніх періодів. По-друге, оскільки цей метод заснований на недисконтованих оцінках, він не робить різниці між проектами з однаковою сумою кумулятивних доходів, але різним розподілом її по роках. По-третє, даний метод не має властивості адитивності.

Існує низка ситуацій, при яких застосування методу, заснованого на розрахунку строку окупності витрат, є доцільним. Зокрема, це ситуація, коли керівництво в більшій мірі стурбоване вирішенням проблеми ліквідності, а не прибутковості проекту - головне, щоб інвестиції окупилися і якомога швидше. Метод також прийнятний у ситуації, коли інвестиції мають високий ступінь ризику, тому чим коротший строк окупності, тим менш ризикованим є проект. Таким чином, на відміну від показників *NPV*, *IRR* і *PI*, коефіцієнт *PP* дозволяє отримати оцінки, хоча і грубі, ліквідності і ризикованості проекту. Використання даного методу доцільне для галузей або видів діяльності, яким властива велика ймовірність досить швидких технологічних змін, що не властиво для підприємств кондитерської галузі.

Метод розрахунку коефіцієнта ефективності інвестиції має дві характерні риси: по-перше, він не передбачає дисконтування показників доходу; по-друге, дохід характеризується показником чистого прибутку *PN* (прибуток за мінусом відрахувань у бюджет). Алгоритм розрахунку винятково простий, що і визначає широке використання цього показника на практиці: *коефіцієнт ефективності інвестиції*, що називається також *обліковою нормою прибутку (ARR)*, розраховується діленням середньорічного прибутку *PN* на середню величину інвестиції (коефіцієнт береться у відсотках). Середня величина інвестиції знаходиться діленням вихідної суми капітальних вкладень на два, якщо передбачається, що після закінчення терміну реалізації аналізованого проекту всі капітальні витрати будуть списані; якщо допускається наявність залишкової чи ліквідної

вартості (RV), то її оцінка повинна бути врахована в розрахунках. Іншими словами, існують різні алгоритми обчислення показника ARR . Найбільш розповсюдженим є наступний:

$$ARR = \frac{PN}{\frac{1}{2}(IC + RV)} \quad (3.9)$$

Даний показник найчастіше порівнюється з коефіцієнтом рентабельності авансованого капіталу, що розраховується розподілом загального чистого прибутку комерційної організації на загальну суму засобів, авансованих у її діяльність. У принципі можливо і встановлення спеціального граничного значення, з яким буде порівнюватися ARR , чи навіть їхньої системи, диференційованої по видах проектів, ступеня ризику, центрах відповідальності.

Метод, заснований на коефіцієнті ефективності інвестиції має низку істотних недоліків, обумовлених в основному тим, що він не враховує часової компоненти грошових потоків. Зокрема, метод не робить різниці між проектами з однаковою сумою середньорічного прибутку і значеннями прибутку, що змінюються по роках, а також між проектами, що мають однаковий середньорічний прибуток, який генерується протягом різної кількості років.

Аналіз розглянутих методів визначення показників економічної ефективності показує, що результати розрахунку різних показників навіть у відношенні певного проекту можуть не завжди співпадати. Очевидно, що ситуація різко ускладниться, якщо приходиться оцінювати кілька проектів. Дійсно, що стосується показників PP і ARR , то вони є абсолютно незалежні один від одного, і оскільки можуть встановлюватися різні граничні значення для даних критеріїв, то можливість виникнення протиріччя між ними не виключена. Взаємозв'язки між показниками, заснованими на дисконтованих оцінках, трохи більш складні. Зокрема, істотну роль грає та обставина, чи йде мова про одиничний проект чи проект у інвестиційному портфелі, у якому

можуть бути як незалежні, так і взаємовиключні проекти. Одиничний проект є окремим випадком портфеля незалежних проектів. У цьому випадку показники NPV , PI і IRR дають однакові рекомендації з приводу прийняття або ігнорування проекту. Іншими словами, проект, прийнятний по одному з них, буде прийнятний і по інших. Причина такої "єдності" полягає в тому, що між показниками NPV , PI , IRR , CC маються очевидні взаємозв'язки:

якщо $NPV > 0$, то одночасно $RR > CC$ і $PI > 1$,

якщо $NPV < 0$, то одночасно $IRR < CC$ і $PI < 1$,

якщо $NPV = 0$, то одночасно $IRR = CC$ і $PI = 1$.

Однак необхідність фінансового аналізу незалежних проектів не відображає всю множину доступних варіантів інвестування засобів. Дуже повсякденною є ситуація, коли необхідно зробити вибір з декількох можливих для реалізації інвестиційних проектів. Причини можуть бути різними, в тому числі й обмеженість доступних фінансових ресурсів, яка означає, що деякі з прийнятних у принципі проектів доведеться відкинути, або принаймні, відкласти на майбутнє.

Таким чином, найбільш прийнятними для прийняття рішень інвестиційного характеру є показники NPV , IRR і PI . Незважаючи на відзначений взаємозв'язок між ними, при оцінці альтернативних інвестиційних проектів проблема вибору все таки залишається. Основна причина криється в тому, що NPV - абсолютний показник, а PI і IRR - відносні.

Для проведення всесторонньої оцінки інвестиційних проектів необхідне виконання великої кількості трудомістких обчислень. Тому для вирішення цього завдання у світовій і вітчизняній практиці широко використовується різноманітне стандартне програмне забезпечення. Одним з найбільш відомих в нашій країні і за кордоном став пакет COMFAR, перша версія якого була розроблена в Центрі промислових досліджень ЮНІДО в кінці 70-х років. Вказаний пакет представляє собою програмну реалізацію

методики рекомендованої для оцінки промислових інвестицій у країнах з перехідною економікою. На жаль, коректна оцінка інвестицій за допомогою цієї програми неможлива через відсутність врахування діючих умов оподаткування, особливостей системи фінансової звітності і специфіки української економічної ситуації. Відсутні також можливості внесення змін та уточнень в методику розрахунку ефективності інвестицій.

Врахувавши всі особливості методів розрахунку показників ефективності інвестицій для підприємств кондитерської промисловості та засобів їх автоматизації в дисертаційній роботі пропонується методика розрахунку ефективності інвестицій та відбору проектів з множини альтернативних, яка передбачає прийняття рішень інвестиційного характеру на основі інтегральної оцінки проектів з використанням показників NPV та PI .

Їх поєднання дозволить одночасно оцінити проекти з точки зору отримання доходу в абсолютних одиницях та побачити рівень отриманого доходу на кожную інвестовану гривню. Це дозволить компенсувати недоліки абсолютного показника NPV перевагами відносного показника PI .

Оцінку множини альтернативних інвестиційних проектів пропонується здійснювати в два етапи. На першому етапі здійснюється прогнозування обсягів реалізації продукції у майбутніх періодах з врахуванням рівня невизначеності. Для цього ми пропонуємо прогнозувати майбутні поступлення, розраховуючи найбільш сприятливі, песимістичні та найімовірніші обсяги реалізації продукції підприємства на існуючому ринку. На другому етапі з допомогою задачі лінійного програмування виробничої програми розраховуються показники NPV та PI . Порівняння майбутніх доходів від реалізації кондитерської продукції з розміром інвестованих коштів по роках дозволить визначити абсолютну доходність альтернативних проектів. Введення обмежень за рівнем рентабельності дасть змогу відкинути низькорентабельні з точки зору адміністрації та власників підприємства

проекти. В результаті реалізації даної методики формується множина незалежних інвестиційних проектів.

Формування портфеля інвестицій з множини незалежних інвестиційних проектів ми пропонуємо здійснювати на основі задачі лінійного програмування. Обмеженнями при формуванні портфеля виступають розмір інвестицій та існуючий або бажаний рівень рентабельності підприємства. Відбір проектів здійснюється на основі максимізації значення NPV .

Таким чином, в даному розділі здійснено аналіз методів розрахунку та застосування показників ефективності інвестиційних проектів. В результаті аналізу запропонована методика, що передбачає відбір інвестиційних проектів з множини альтернативних шляхом розрахунку двох показників привабливості проекту - NPV та PI . При цьому значення NPV дозволить оцінити привабливість проекту в абсолютних, а PI в відносних одиницях. Визначення даних показників пропонується проводити з врахуванням рівня невизначеності. Для формування портфеля інвестицій з множини незалежних запропонована методика, що базується на задачі лінійного програмування з максимізацією показника NPV , при обмежених ресурсах. В наступних розділах необхідно деталізувати та автоматизувати розрахунки по реалізації даних методик оцінки та формування інвестиційного портфеля із врахуванням результатів діяльності підприємства на ринку кондитерської продукції.

3.2. Аналіз ризиків при реалізації інвестиційних проектів

Кожен інвестиційний проект безперечно стикається на своєму шляху з певними труднощами, що загрожують його існуванню. Підприємцям необхідно вміти їх передбачати і завчасно вживати запобіжних заходів.

Нагальність та об'єктивність дослідження інвестиційного ризику зумовлена його значним посиленням та впливом на результат інвестиційного процесу, який здійснюється в умовах переходу України до ринкових відносин.

Під ризиком розуміють ймовірність визначеного рівня втрат підприємством частини своїх ресурсів або недоотримання доходів [19, с.139].

Необхідно зазначити, що джерелами інвестиційних ризиків можуть виступати:

- внутрішні причини, викликані неправильними діями фірми і персоналу (неузгодженість проекту зі стратегією фірми, прорахунки у важливих компонентах на передінвестиційній стадії, невідповідність ідеї можливостям її здійснення, некваліфіковане управління, недостатність практичного досвіду);
- зовнішні причини, викликані змінами ринкової кон'юнктури, економічної і політичної ситуації та інші подібні причини, які можуть бути очікуваними, але на які неможливо цілеспрямовано впливати.

Для випадків, коли здійснюють прогноз ймовірності визначених наперед факторів ризику для інвестиційних проектів, які ще мають бути реалізовані, може бути прийнятною статична модель механізму розробки заходів щодо мінімізації поточних ризиків (рис.3.2.). Для випадків урахування поточних факторів, які виникають в процесі реалізації інвестиційного проекту і які раніше не могли бути враховані або могла бути

недооцінена величина їх впливу на очікувану подію, може бути застосована динамічна модель механізму розробки щодо мінімізації ризиків (рис. 3.3.)

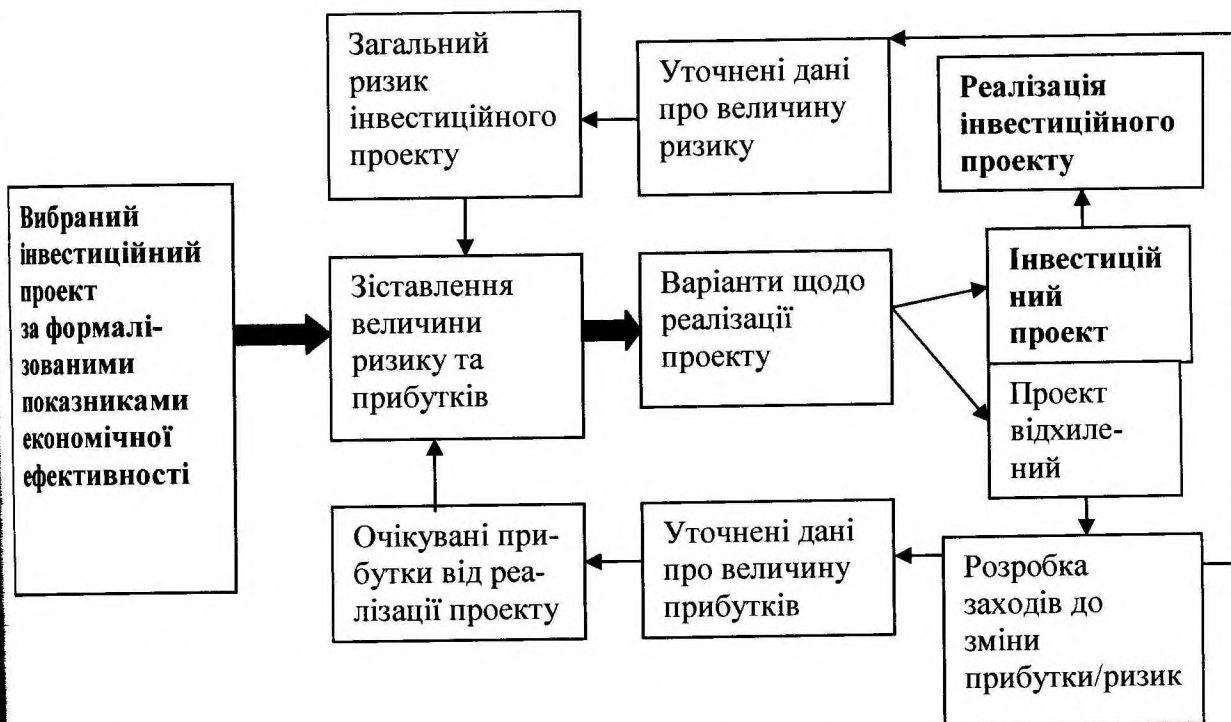


Рис. 3. 2. Схема механізму розробки заходів щодо мінімізації прогнозованих ризиків (статична модель)

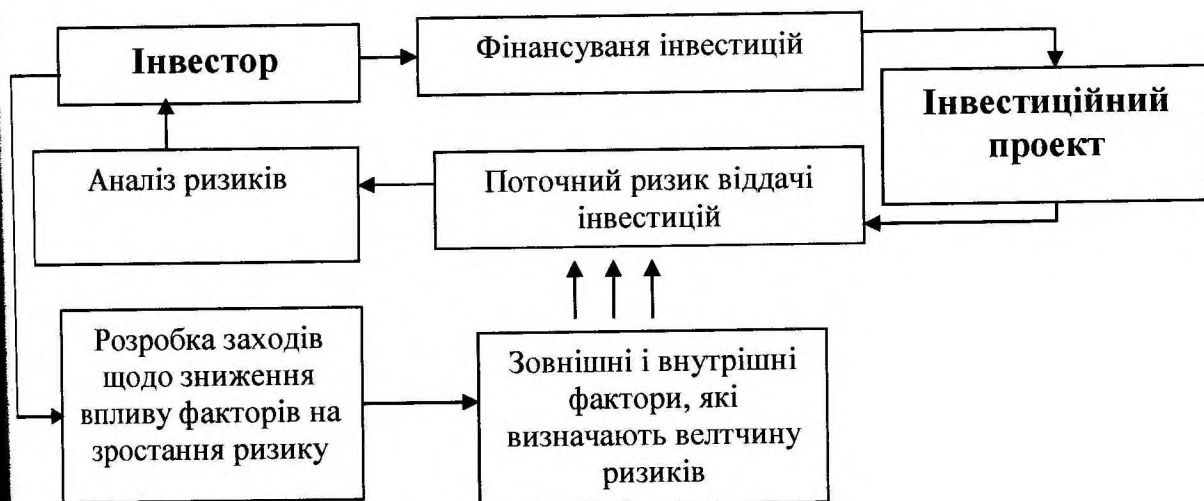


Рис. 3.3 Схема механізму розробки заходів щодо мінімізації поточних ризиків інвестиційних проектів.

В умовах економіки перехідного періоду одним із суттєвих факторів ризику при реалізації інвестицій служить фактор інфляції. Щоб правильно врахувати вплив інфляції при оцінці ефективності розглянутих в динаміці варіантів рішень, потрібно з достатньою точністю знати і прогнозувати її темпи на період часу, який аналізується.

В умовах, коли функціонування економіки проходить в нормальному режимі з оптимальною інфляцією, яка складає 5-6% в рік (0,5% в місяць), вимірювання витрат і результатів виробництва особливих труднощів не викликає. Як правило, в цьому випадку інфляцією просто нехтують. І це дає при розрахунках надійний результат, який забезпечує прийняття достатньо точного планово-управлінського рішення.

Але це ж завдання ускладнюється, коли інфляція в економіці досягає значних розмірів. Тоді, якщо не приймати особливих розрахункових прийомів, уточнюючих методики вимірювання витрат і результатів виробництва, можна очікувати істотних помилок.

Необхідно враховувати невизначеність і ризик інвестування також і при прогнозуванні економічних показників проекту, який полягає в можливому зменшенні фактичної віддачі капіталовкладень у порівнянні з очікуваною. Але спочатку потрібно оцінити ступінь ризику і вивчити ті проблеми, які можуть стояти на перешкоді підприємницькій діяльності.

Призначення аналізу ризику полягає в наданні потенційним партнерам необхідної інформації для прийняття рішень про доцільність участі у реалізації проекту і вживанні заходів для захисту можливих фінансових втрат.

Говорячи про необхідність аналізу і врахування ризику при управлінні інвестиційними проектами, як правило, йдеться про основних учасників проекту: замовника, інвестора, виконавця, покупця, продавця, а також страхову компанію.

Усі учасники проекту зацікавлені у виключенні можливості повного провалу чи щонайменше запобіганні збитків. В умовах нестабільної швидко змінюваної ситуації їм слід передбачати всі можливі наслідки дій своїх конкурентів, а також зміни ринкової ситуації. Підприємець має враховувати ступінь ризику з метою страхування своєї активності. Саме тому доцільно спочатку за допомогою відповідного аналізу розробити стратегію поведінки і запропонувати шляхи виходу із ймовірних ризикованих ситуацій.

Завдання аналізу ризиків полягає у виявленні сукупності факторів, які можуть істотно вплинути на хід реалізації проекту, і в прийнятті заходів щодо захисту від впливу негативних факторів. З цією метою необхідно оцінити:

- істотність фактора, тобто міру його впливу на фінансові показники проекту;
- ймовірність прояву аналізованого фактора і його залежність від інших факторів;
- способи захисту від негативного впливу цього чи іншого фактора і оцінку ефективності (відношення витрат на захист і одержаних при цьому результатів).

Для врахування факторів ризику в прогнозуванні можна використовувати наступні методи:

- коректування параметрів проекту і економічних нормативів;
- перевірка стійкості прогнозів;
- побудова прогнозованого сценарію.

На практиці аналіз ризику в прогнозуванні шляхом коригування економічних нормативів можна виконувати різними способами. Так, методика ЮНІДО (комісія по промисловому розвитку ООН) рекомендує наступні умови фінансового прогнозування [7] – очікувані грошові потоки прогножуються в цінах майбутніх періодів (номінальні грошові потоки), а для дисконтування грошових потоків застосовується ставка, яка включає в себе

всі види очікуваних ризиків. В тому числі інфляційні очікування за строк корисного життя проекту. До переваги такого підходу можна віднести відсутність багатьох варіантів прогнозу. Для цього встановлюються численні оцінки всіх видів ризиків.

Інший піхід застосовується в [81] – грошові потоки прогнозуються в постійних цінах базового періоду, дисконтування грошових потоків проводиться за реальною ставкою проценту, в якій враховуються тільки інфляційні очікування, а ризик інвестування враховується шляхом побудови багатоваріантних прогнозів на основі побудови сценаріїв. Вибір того чи іншого підходу залежить від складу і достовірності інформації, яка доступна інвестору для проведення аналізу.

В практиці побудови і аналізу фінансових прогнозів в умовах невизначеності може бути рекомендований метод аналізу і прийняття рішень з використанням “дерева рішень” [19; 14; 44; 49]. Згідно із цим методом передбачається побудова прогнозованого сценарію, який включає таку послідовність дій:

- структуризація проблеми, тобто встановлення причинно-наслідкових зв'язків в аналізованій проблемі. Для цього необхідно встановити, що особа, яка приймає рішення повинна вибрати перш за все, яка інформація для прийняття рішення необхідна і в які терміни, з яких джерел;
- в результаті створюється модель прийняття рішень: дії, тобто елементи прогнозованого сценарію, які потребують прийняття рішення в цій чи іншій ситуації, яка виникне у майбутньому; події, які є наслідком невизначеності у поведінці внутрішнього і зовнішнього середовища;
- побудова діаграми дерева рішень, яка являє собою графічний опис послідовності дій і можливих наслідків;
- прогноз фінансових показників проекту по кожній альтернативі;
- оцінка ймовірності настання подій.

Як теоретичний, так і практичний інтерес мають дослідження факторів, які визначають структуру ризику, залежність його від періодів та наявних стадій для конкретної форми відтворення виробництва, а також зміну цієї структури відповідно до змін впливу факторів макро- та мікросередовища. Оцінка інвестиційних проектів за показниками ризикованості пов'язана з розробкою процедур цієї оцінки.

Інвестиційні ризики вимірюються різними методами. Серед них найбільш вживаними є: методи чутливості, статистичні, експертні методи та методи імітації.

Аналіз чутливості реагування надає можливість судити про наслідки невизначеності в проектах. Зміни можуть відбуватися в фінансових оціночних даних про капітал, вартості сировини та інших витрат, вартості збуту. Проведення аналізу чутливості передбачає розрахунок базової моделі на основі припустимих значень змінних проекту, та оцінку масштабу отриманих відхилень [19, с.147].

При аналізі сценаріїв експерт об'єднує всі можливості для невизначених змінних величин у декілька сценаріїв, кожен з яких передбачає тільки одну комбінацію оцінки окремої змінної величини. Метою аналізу сценаріїв є розгляд екстремальних результатів та ймовірність розподілу чистої теперішньої вартості проекту. Зазвичай його готують за трьома сценаріями: очікуваним та двома додатково розробленими – оптимістичним і песимістичним [19, с. 154].

Оптимістичний сценарій відображає уявлення аналітика про те, наскільки поліпшуються умови реалізації проекту у тому випадку, коли всі обставини будуть більш сприятливими, ніж заплановано. Однак, усі ці зміни повинні бути реалістичними. Песимістичний сценарій показує, наскільки невдалим виявиться проект, якщо умови його реалізації будуть набагато гіршими, ніж передбачається. Ці два додаткових сценарії мають бути внутрішньо послідовними.

Перейдемо до практичного використання наведених теоретичних положень. Для цього розглянемо алгоритми побудови конкретних показників та моделей, які дозволять проводити обґрунтований вибір оптимального інвестиційного проекту в умовах невизначеності. Основними факторами ризику будемо вважати неоднозначність реакції ринку, що виражається в прогнозованих обсягах реалізації продукції підприємства на інвестиційний період. Для прогнозування цих обсягів використаємо методику аналізу часових рядів, тобто рядів, які утворені значеннями певних показників, зафіксованими в послідовні моменти часу.

Моделі часових рядів прогнозують майбутнє, виходячи з минулих даних. У табл. 3.2. наведено моделі аналізу часових рядів і деякі їхні характеристики. [37, с.413; 74, с.46-63]

Таблиця 3.2

Порівняння ефективності методів аналізу часових рядів

Метод прогнозування	Кількість статистичних даних	Термін прогнозу	Трудомісткість	Кваліфікація персоналу
1	2	3	4	5
Просте експоненціальне гладжування	5-10 спостережень	Короткостроковий	Мала	Не вимагає спеціальної підготовки
Експоненціальне гладжування Холта	10-15 спостережень	Від короткострокового до середньострокового	Мала	Загальний рівень підготовки
Експоненціальне гладжування Віттера	Мінімум 4-5 спостережень	Від короткострокового до середньострокового	Мала	Середній рівень підготовки
Регресійні часові моделі	Від 10 до 20 спостережень	Від короткострокового до середньострокового	Мала	Середній рівень підготовки
Лінійні регресійні моделі	10 спостережень на одну змінну	Короткостроковий, середньостроковий, довгостроковий	Тривалий період розробки і малий час впровадження	Високий рівень підготовки

1	2	3	4	5
Декомпозиція часових рядів	Достатньо двох екстремальних значень	Від короткострокового до середньострокового	Від малої до середньої	Не вимагає спеціальної підготовки
Метод Дженкінса	50 і більше спостережень	Короткостроковий, середньостроковий, довгостроковий	Велика	Високий рівень підготовки

У цій таблиці не зазначений метод простого ковзаючого середнього, характеристики якого аналогічні методу простого експоненціального згладжування. Визнаючи, що терміни короткостроковий, середньостроковий і довгостроковий залежать від контексту, у якому вони використовуються, звернемо увагу, що в бізнес-прогнозуванні термін короткостроковий звичайно означає період часу до трьох місяців; середньостроковий — від трьох місяців до двох років; довгостроковий — понад два роки.

Моделі короткострокового прогнозу усереднюють випадкові зміни і регулюють короткострокові коливання. Середньострокові прогнози корисні при наявності сезону коливань, а моделі довгострокових прогнозів встановлюють загальні тренди й особливо корисні у визначенні меж прогнозів. При виборі моделі прогнозування слід керуватися таким параметрами [74; 66]:

- часова межа прогнозування;
- вихідні дані;
- необхідна точність;
- бюджет, виділений для розробки прогнозу;
- рівень кваліфікації персоналу.

Просте ковзаюче середнє використовується у випадку стабільності значення досліджуваного фактора і наявності лише випадкових флуктуацій. Формула для обчислення простого ковзаючого середнього наводиться нижче [74, с.57]:

$$y_t = \frac{u_{t-1} + u_{t-2} + \dots + u_{t-n}}{n};$$

де y_t — прогноз на майбутній період;

n — інтервал (число періодів) усереднення;

u — фактичне значення в минулому періоді;

Одним з недоліків методу простого ковзаючого середнього є необхідність статистичного обліку і збереження всіх минулих даних. При визначенні простого ковзаючого середнього кожному елементу бази даних привласнюється рівна вага, а при розрахунку зваженого ковзаючого середнього їм може привласнюватися будь-яка довільна вага, за умови, що сума усіх ваг дорівнює 1. Нижче наведена формула для обчислення зваженого ковзаючого середнього [74, с.58]:

$$y_t = w_1 u_{t-1} + w_2 u_{t-2} + \dots + w_n u_{t-n};$$

де w_n — значення ваги, привласнене періоду $-n$.

Перевага методу зваженого ковзаючого середнього перед простим полягає в можливості впливу на прогноз, змінюючи результати минулих періодів. Головним недоліком розглянутих методів прогнозування є необхідність використання великої кількості минулих даних.

У багатьох випадках саме останні дані найбільш характерні для майбутнього в порівнянні з більш ранніми даними. Якщо вважати, що значимість даних зменшується з часом, то найбільш придатним методом посилення впливу останніх періодів є експоненціальне згладжування [5; 66; 74]. Метод одержав таку назву у зв'язку з тим, що кожне значення періодів, що ідуть у минуле, зменшують на множник $(1-\alpha)$. Метод експоненціального згладжування отримав широке розповсюдження з наступних причин:

- експонентні моделі достатньо точні;
- складання експонентної моделі відносно нескладне;
- використання моделі вимагає деяких обчислень;

- вимоги до пам'яті комп'ютера невисокі через обмежений обсяг необхідних статистичних даних;
- простоту тестування моделі.

Для прогнозування майбутнього методом експоненціального згладжування необхідні тільки три види даних: дані останнього прогнозу, існуючий попит і константа згладжування. Ця константа визначає рівень згладжування і швидкість реакції на різницю між прогнозами і поточними подіями. Вибір значення константи залежить як від природи ряду, так і від досвіду аналітика.

Рівняння для однократного експоненціального згладжування має наступний вигляд [74, с.60]:

$$y_t = y_{t-1} + \alpha(u_{t-1} - y_{t-1}) \quad (3.10)$$

Недоліком однократного експоненціального згладжування є ефекти запізнювання експоненціальних прогнозів. Прогноз запізнюється в періоди росту або зменшення прогнозованого фактора.

Метод експоненціального згладжування дає прогноз лише на один наступний крок, який можна інтерпретувати як постійний прогноз на весь наступний період. Однак з допомогою згаданого методу побудовано цілий ряд методів, які дозволяють здійснювати згладжений лінійний прогноз на наступний період. В першу чергу сюди можна віднести метод Холта. В цьому методі фактор зміни прогнозу оцінюється за коефіцієнтом b_t , що обчислюється як експоненціально зважене середнє різниць між поточними експоненціально зваженими середніми значеннями ряду y_t та їх попередніми значеннями y_{t-1} . Обчислення поточного значення експоненціально зваженого середнього y_t включає в себе обчислення минулого показника росту b_{t-1} , адаптуючись таким чином до попереднього значення лінійного тренду:

$$y_t = Ay_t + (1-A)(u_{t-1} + b_{t-1}) \quad (3.11)$$

$$b_t = B(y_t - y_{t-1}) + (1-B)b_{t-1} \quad (3.12)$$

$$\text{де } 0 \leq A \leq 1, 0 \leq B \leq 1$$

Після відповідної адаптації параметрів методу можна здійснювати прогноз на τ періодів згідно співвідношення

$$y_t = y_{t_0} + b_{t_0} \cdot (t - t_0) \quad (3.13)$$

$$\text{де } t = t_0, t_0 + 1, \dots, t_0 + \tau,$$

τ – горизонт прогнозування

Лінійний регресійний аналіз використовується для визначення функціональної залежності між двома або декількома коригованими змінними. Регресія дозволяє прогнозувати значення однієї змінної на основі значення іншої. Лінійна регресія виражається рівнянням:

$$y = a + bt, \quad (3.14)$$

де y - прогнозне значення результуючої змінної;

a - відрізок, що відтинається на координатній осі y ;

b - кут нахилу прямої;

t - незалежна змінна (в аналізі часових рядів t позначає поточний час).

Головним обмеженням прогнозування з використанням лінійної регресії є те, що, як має на увазі сама назва методу, заздалегідь допускають, що значення даних на минулих і майбутніх інтервалах попадають на пряму лінію.

У багатофакторному регресійному аналізі розглядається вплив низки незалежних змінних на досліджуваний об'єкт. Такий взаємозв'язок можна виразити у вигляді наступного рівняння багатофакторної регресії:

$$y = b_0 + b_1 X_1 + \dots + b_n X_n; \quad (3.15)$$

де y - досліджуваний фактор;

b_0 - початкове значення, з якого починають діяти інші фактори;

$X_1 \dots X_n$ - фактори впливу;

$b_1 \dots b_n$ - вагова характеристика факторів впливу.

Прогнозування методом багатofакторної регресії доречно, коли на результуючу змінну впливає ряд факторів.

В багатьох випадках аналіз даних підказує, що прогнозована залежність не може бути описана прямою лінією. Часто для опису шуканої залежності достатньо точною є крива другого порядку

$$y_i = a + bt + ct^2 \quad (3.16)$$

Коефіцієнти кривої згідно методу найменших квадратів на основі спостережень за n попередніх кроків визначаються із наступної системи нормальних рівнянь:

$$\begin{cases} an + b \sum_{i=1}^n t_i + c \sum_{i=1}^n t_i^2 = \sum_{i=1}^n y_i \\ a \sum_{i=1}^n t_i + b \sum_{i=1}^n t_i^2 + c \sum_{i=1}^n t_i^3 = \sum_{i=1}^n t_i y_i \\ a \sum_{i=1}^n t_i^2 + b \sum_{i=1}^n t_i^3 + c \sum_{i=1}^n t_i^4 = \sum_{i=1}^n t_i^2 y_i \end{cases} \quad (3.17)$$

Враховуючи наведені характеристики методів прогнозування часових рядів для здійснення подальших досліджень відібрано наступні: метод Холта, лінійну та квадратичну регресії. Метод Холта дає згладжене багатокрокове прогнозування, лінійна регресія дає прогноз, що ґрунтується на загальній тенденції швидкості зміни тренду часового ряду, а квадратична регресія дає прогноз, що враховує як загальну тенденцію швидкості, так і прискорення тренду часового ряду.

За допомогою вказаних методів проведемо прогнозування загального обсягу реалізації продукції на підприємстві.

Розглянемо часовий ряд продажу окремих категорій товарів підприємства протягом декількох попередніх років. Здійснимо прогноз цього продажу, використовуючи три вибрані методи. При цьому отримуються три різних прогнозних значення $P(K, R)_i$ для i -ої часової точки прогнозованого періоду, де K категорія товару, $R = \overline{1,3}$ - ранг прогнозного значення.

Прогнозні значення ранжуються від одиниці в порядку їх зростання. Значення із найменшим та найбільшими рангами визначають інтервал невизначеності прогнозу. Для точнішого опису цього інтервалу визначимо відносні вірогідності цих “песимістичних” та “оптимістичних” прогнозів. Встановимо середнє значення прогнозу

$$PS(K)_i = \frac{\sum_{R=1}^3 P(K, R)_i}{3} \quad (3.18)$$

Розглянемо дискретну випадкову величину, яка приймає лише два значення, $P(K,1)_i$ та $P(K,3)_i$, що відповідають “песимістичному” та “оптимістичному” прогнозам, за умови, що дійсне значення обсягу продажу буде попадати на інтервал $[P(K,1)_i, PS(K)_i]$ або $[PS(K)_i, P(K,3)_i]$. Вважаємо імовірності $p1_i$, $p2_i$ такого попадання пропорційними точності локалізації прогнозних значень, тобто обернено пропорційними довжинам відповідних інтервалів

$$p1_i = \frac{1}{(PS(K)_i - P(K,1)_i)NK_i}, \quad (3.19)$$

$$p2_i = \frac{1}{(P(K,3)_i - PS(K)_i)NK_i}, \quad (3.20)$$

$$NK_i = \frac{1}{PS(K)_i - P(K,1)_i} + \frac{1}{P(K,3)_i - PS(K)_i} \quad (3.21)$$

де NK - нормувальний коефіцієнт, що забезпечує умову рівності одиниці суми імовірностей значень випадкової величини:

$$p1_i + p2_i = 1$$

Інший підхід до прогнозування обсягів продажу на підприємстві полягає у прослідковуванні тенденцій загальних реалізацій на ринку та в постулюванні незмінності середньої частки ринку для компанії, встановленої протягом останнього року. З цією метою побудуємо графік обсягу реалізації продукції підприємствами ЗАТ “Укркондитер” (Рис 3.4).

Таблиця 3.3

Аналіз загальних тенденцій ринку

Рік	1996	1997	1998	1999	2000
Всього по ЗАТ "Укркондитер"	198374	234328	309604	384880	489941

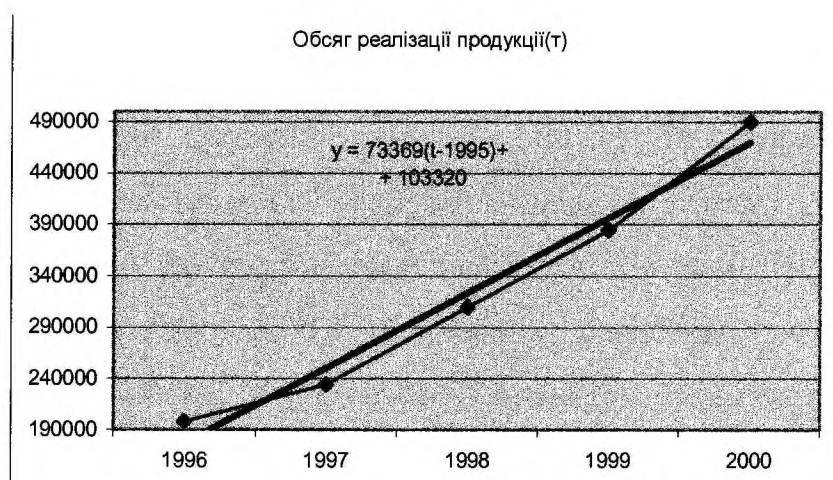


Рис. 3.4. Обсяги реалізації продукції підприємствами ЗАТ "Укркондитер" за допомогою лінійної регресії

Для цього використаємо дані ЗАТ Укркондитер за 1996-2000 роки (таб. 3.3) та лінійну регресію. На основі проведеного дослідження спрогнозуємо обсяг реалізації POR продукції ЗАТ "Укркондитер" на період від 2001 до 2001+ τ року

$$POR_t = 73369(t-1995) + 103320 \quad t = \overline{2001, 2001+\tau} \quad (3.22)$$

За останнім роком спостережень встановимо частку ринку $DR(P)$, якої вдалось досягти підприємству P

$$DR(P) = \frac{OR(P)_{2000}}{OR_{2000}} \quad (3.23)$$

де OR_e – обсяг реалізації по ЗАТ "Укркондитер" протягом року t ,
 $OR(P)_t$ – обсяги реалізації на підприємстві P протягом року t

За допомогою прогнозу загального обсягу реалізації та частки ринку побудуємо загальний прогноз реалізації продукції підприємством P

$$ZPR(P)_t = POR_t \cdot DR(P) \quad t = \overline{2001, 2001+\tau} \quad (3.24)$$

Побудований прогноз справедливий за умови незмінності частки ринку підприємства в загальному обсязі виробництва по ЗАТ "Укркондитер". Не менш логічним видається допущення про збереження тенденцій в реалізації окремих категорій продукції, які були досягнуті підприємством, хоча це допущення може привести до зміни частки ринку. На основі раніше описаного методу по кожній категорії K товарів визначаємо песимістичний $P(K,1)_t$ та оптимістичний $P(K,3)_t$ прогнози реалізації протягом року t для даного підприємства. При цьому вказаним прогнозам приписуються ймовірності відповідно $p1_t$ та $p2_t$. За допомогою цих прогнозів можна побудувати оцінки найімовірніших обсягів реалізації продукції протягом відповідного року як за категоріями, так і в загальному обсязі:

$$NP(K)_t = p1_t P(K,1)_t + p2_t P(K,3)_t \quad (3.25)$$

$$NPT_e = \frac{1}{NK} \sum_{K=1}^{NK} NP(K)_t, \quad (3.26)$$

де NK – кількість категорій товарів

Для підвищення надійності оцінки прогнозу PR_t виробництва товарної продукції на підприємстві протягом року t усереднимо загальний прогноз реалізації $ZPR(P)_t$ та найімовірнішу оцінку реалізації NPT_t , отримані раніше:

$$PR_t = \frac{ZPR(P)_t + NPT_t}{2} \quad (3.27)$$

На основі отриманого прогнозу реалізації будуємо коригуючий коефіцієнт KKP_t та уточнюємо прогнози реалізації PRK за категоріями K та рівнях RV

$$KKP_t = \frac{PR_t}{NPT_t} \quad (3.28)$$

$$PRK(K,1)_t = NP(K)_t \cdot KKP_t, \quad (3.29)$$

$$PRK(K,2)_t = P(K,1)_t \cdot KKP_t, \quad (3.30)$$

$$PRK(K,3)_t = P(K,3)_t \cdot KKP_t \quad (3.31)$$

де $RV=1$ відповідає найімовірніше,

$RV=2$ - песимістичне,

$RV=3$ - оптимістичне значення прогнозу.

Отримані прогнозні значення дозволяють оцінювати ефективність реалізації проектів із встановлення нового обладнання. Нехай вибране обладнання для виробництва товарів виду K . Розраховуємо оптимальну виробничу програму за даним видом товару на основі розв'язку наступної задачі лінійного програмування із прогнозованими найімовірнішим, песимістичним та оптимістичним обсягами реалізації:

$$PRN_{RV,t,K,r} = \sum_j \sum_r (C_{K,r}(1 - PDV) - S_{K,r})(1 - SP)V_{RV,t,K,r,j} \rightarrow \max, \quad (3.32)$$

$$\sum_r V_{RV,t,K,r,j} PD_{K,j} \leq KO_j \cdot TV, \quad (3.33)$$

$$\sum_j V_{RV,t,K,r,j} \leq PRK(RV,t,K) \cdot DT_r, \quad (3.34)$$

$$V_{RV,t,K,j} \geq 0. \quad (3.35)$$

де $V_{RV,t,K,r,j}$ - кількість товару r виду K , виготовленого на обладнанні виду j , при рівні прогнозу RV протягом року t ,

PRN - нормативний чистий прибуток виконання виробничої програми,

C_K - ціна продукції K ,

PDV - норма податку на додану вартість,

SP - ставка податку на прибуток,

S_K - собівартість продукції K ,

PD_{Kj} - затрати часу на виготовлення одиниці продукції K , на обладнанні виду j ,

KO_j - кількість обладнання виду j ,

TV - річний бюджет робочого часу одиниці обладнання,

PRK - прогноз реалізації рівня RV по виду товару K протягом року t ,

DT_r – частка товару r в реалізації товарів виду K .

На основі оцінок нормативного прибутку $PRN_{t,RV,K}$ та, знаючи початковий обсяг видатків VD інвестиційного проекту і ставку дисконту E , встановлюємо чистий дисконтований дохід від реалізації проекту при відповідних рівнях його виконання (RV):

$$NPV_{RV} = \sum_{t=1}^{\tau} \left\{ PRN_{t,RV} \frac{1}{(1+E)^t} \right\} - VD \quad RV = \bar{1,3} \quad (3.36)$$

Для дослідження чутливості проекту щодо змін прибутковості будемо середньорічний рівень прибутку PRN_0 , який забезпечує його безбитковість (тобто рівність нулю дисконтованого середньорічного прибутку), а також середньорічні прибутки при різних рівнях виконання проекту. Точку безбитковості визначаємо із рівняння

$$PRN_0 \sum_{t=1}^{\tau} \frac{1}{(1+E)^t} - VD = 0 \quad (3.37).$$

Величину суми в лівій частині рівняння можна обчислити як суму скінченної геометричної прогресії:

$$\sum_{i=1}^{\tau} \frac{1}{(1+E)^i} = \frac{1}{(1+E)} \frac{1 - \frac{1}{(1+E)^{\tau}}}{1 - \frac{1}{(1+E)}} = \frac{(1+E)^{\tau} - 1}{(1+E) \frac{1+E-1}{(1+E)}} = \frac{(1+E)^{\tau} - 1}{E(1+E)^{\tau}}$$

На основі останніх співвідношень отримуємо:

$$PRN_0 = \frac{E(1+E)^{\tau} VD}{(1+E)^{\tau} - 1} \quad (3.38)$$

Приведені середньорічні прогнозовані прибутки визначаємо за формулою:

$$PRS_{RV} = \frac{E(1+E)^{\tau}}{(1+E)^{\tau} - 1} \sum_{t=1}^{\tau} PRN_{t,RV} \frac{1}{(1+E)^t} \quad (3.39)$$

Зіставляючи середньорічні прогнозовані прибутки із точкою безбитковості, оцінюємо можливості забезпечення прибутковості проекту при різних ринкових тенденціях. Для оцінки ефективності вкладення коштів

в інвестиційний проект будемо його індекс рентабельності (PI), при цьому використовуючи найімовірніші значення прогнозованих прибутків ($RV=2$)

$$PI = \frac{\sum_{t=1}^{\tau} PRN_{t,2} \frac{1}{(1+E)^t}}{VD} \quad (3.40)$$

На основі розрахованих значень NPV та PI можна зробити висновок про доцільність реалізації даного інвестиційного проекту із врахуванням факторів ризику.

3.3. Формування збалансованого портфеля реальних інвестицій

Формування інвестиційного портфеля є останнім етапом фінансового аналізу при прийнятті інвестиційного рішення, що допомагає вибрати найбільш привабливий інвестиційний проект.

Інвестиційний портфель – цілеспрямована сформована сукупність об'єктів реального і фінансового інвестування, призначених для здійснення інвестиційної діяльності у середньостроковому періоді відповідно з розробленою інвестиційною стратегією компанії [11, с.219].

Формуючи портфель шляхом відбору найбільш ефективних і безпечних інвестиційних проектів, підприємство не тільки забезпечує реалізацію інвестиційної стратегії, але й досягає високих темпів росту капіталу, доходу, мінімізує інвестиційний ризик, забезпечує достатню ліквідність інвестиційного портфеля. В залежності від мети формування інвестиційного портфеля, об'єктів інвестування, які входять до нього і інших умов, розрізняють різні види портфелів: портфель реальних інвестиційних проектів, цінних паперів, інших об'єктів інвестування (за об'єктами інвестування); портфель росту, доходу, консервативний (за цілями); збалансований та незбалансований портфелі (за відповідністю цілям інвестування).

Портфель реальних інвестиційних проектів має низку особливостей, завдяки яким він відрізняється від портфелів інших об'єктів інвестування. Формування і реалізація портфеля реальних інвестицій забезпечує високі темпи розвитку підприємства, створює додаткові робочі місця, створює його високий імідж. При формуванні інвестиційного портфеля підприємства повинні дотримуватися таких вимог:

- забезпечення реалізації інвестиційної стратегії;
- забезпечення відповідності портфеля інвестиційними ресурсами;
- оптимізація співвідношення доходності і ліквідності;
- оптимізація співвідношення між доходністю і ризиком.

Розглянуті методи оцінки і вибору інвестиційних проектів передбачали, що підприємство володіє достатніми коштами, щоб інвестувати будь-який проект. Але, за умов перехідного періоду до ринку суб'єкти господарювання, як правило, знаходяться під впливом зовнішніх обмежень щодо можливих джерел фінансового забезпечення інвестицій. За таких обставин вибір слід робити серед проектів, що мають позитивне найбільше значення NPV в умовах нормування інвестицій. Контроль ефективності інвестицій можна провести за допомогою індексу доходності (рентабельності) PI.

Як уже зазначалося, формування портфеля інвестицій доцільно проводити в два етапи. На першому - за допомогою методики, описаної в попередньому параграфі здійснюється оцінка чистих дисконтованих прибутків NPV та їх рівнів рентабельності PI для альтернативних (взаємовиключних) проектів. Із груп альтернативних проектів вибираються найкращі. На наступному етапі на основі побудованих оцінок чистого дисконтного доходу та індексу рентабельності за проектами можна здійснити остаточну оптимізацію портфеля проектів даного підприємства за допомогою розв'язання відповідної задачі лінійного програмування (власна):

$$SPR = \sum_{i=1}^{KP} NPV_{N,i} \cdot RP_i \rightarrow \max \quad (3.41)$$

$$VD_i \cdot RP_i \leq OI, \quad (3.42)$$

$$PI_i \geq PI_{\min} \cdot RP_i \quad (3.43)$$

$$RP_i \in \{0,1\} \quad (3.44)$$

де SPR - сумарний прибуток від реалізації портфелю проектів;

$NPV_{N,I}$ - найімовірніший чистий дисконтований дохід при реалізації проекту i ;

RP_i - індекс реалізації проекту;

VD_i - видатки за i -тим проектом;

KP - кількість проектів;

OI - максимально можливий обсяг інвестицій підприємства;

TP - тривалість планового періоду;

PI_i - індекс рентабельності i -го проект;

PI_{min} - мінімально допустимий індекс рентабельності на підприємстві.

В даних позначеннях індекс реалізації проекту RP означає частку його фінансування. Як випливає з обмеження (3.44), RP може приймати тільки два цілочисельні значення: 0 або 1. Це означає, що відповідний проект або фінансується повністю, або зовсім не фінансується. Максимізація цільової функції (3.41) забезпечує максимізацію чистого дисконтованого доходу портфеля при наявних ресурсах. Обмеження (3.42) враховує допустимі обсяги інвестицій даного підприємства. Вони OI оцінюються при аналізі вартості капіталу підприємства. Обмеження (3.45) забезпечує мінімальний рівень рентабельності PI_{min} портфеля інвестицій.

Для наочного представлення ефективності розробленої методики у відборі перспективних інвестиційних проектів із врахуванням факторів невизначеності та формування збалансованого портфеля інвестицій, розглянемо приклад аналізу програми модернізації обладнання на ВАТ "ТерА". Нехай на основі аналізу стану обладнання на підприємстві встановлено необхідність оновлення обладнання для виробництва вафель та пряників. Розглянемо прийнятність такого оновлення на обладнанні, яке пропонує ТОВ "Тронка-Агротех" (м. Київ). Параметри та вартості обладнання наведені на WEB-сторінці підприємства <http://www.tronka.com.ua> і представлені у таблицях 3.4, 3.5, 3.6.:

Таблиця 3.4

Рекламна інформація обладнання, що пропонується підприємством

“Тронка-Агротех”

Комплект обладнання для виробництва вафель з начинкою

(Продуктивність - 100 кг/зміну,
необхідна виробнича площа - 40 кв. м,
обслуговуючий персонал - 5 осіб)

Назва	Продуктивність	Потужність кВт	Ціна у.о.
1. Машина збивальна ШМВ-20	40 кг/год	0,55	900
2. Устаткування для випічки вафельних листів	50 листків/год	12,0	3600
3. Машина для приготування начинки	62л/год	1,1	2000
4. Устаткування для намащення і калібрування вафельних пластів	150 листків/год	1,7	4500
5. Машина для нарізання вафель	9 подвійн.різань/хв.	0,9	4460
Всього			15460

Таблиця 3.5

Комплект обладнання для виробництва вафель з начинкою

(Продуктивність - 300 кг/зміну,
необхідна виробнича площа - 70 кв. м,
обслуговуючий персонал - 9 осіб)

Назва	Продуктивність	Потужність кВт	Ціна у.о.
1. Пристрій для приготування вафельної емульсії	60л/год	4,0	2700
2. Устаткування для випічки вафельних листів УВЛ-150	150 листків/год	36,0	9600
3. Охолоджувач вафельних листків	150 листків/год	0,55	1400
4. Устаткування для приготування начинки	100 кг/год	1,1	2000
5. Устаткування для намащення і калібрування вафельних пластів	150 листків/год	1,7	4500
6. Охолоджувач вафельних пластів	50 пластів/год	3,0	5100
7. Машина для нарізання вафель	9 подвійн.різань/х в.	0,9	4460
Всього			29760

Таблиця 3.6

Комплект обладнання для виробництва заварних пряників

(Продуктивність - 800 кг/зміну,
необхідна виробнича площа - 50 кв. м,
обслуговуючий персонал - 4 особи)

Назва	Продуктивність (кг/год)	Потужність кВт	Габаритні розміри мм	Ціна у.о.
1. Машина тістомісильна МТМ-60 із сорочкою	100	1,1	560x766x860	2600
2. Машина для формування тістових заготовок ШФЗ	250	0,33	1650x950x1480	2400
3. Піч конвективна КНВ-2	100	46,0	2400x1800x1800	4230
4. Машина дражувальна	150	1,1	1150x1100x1390	1400
Всього			10630	

З допомогою наведених даних ми сформуваємо три інвестиційні проекти: КОВ100 (використання комплекту обладнання для виробництва вафель, потужністю 100 кілограм виробів за зміну), КОВ300 (використання комплекту обладнання для виробництва вафель, потужністю 300 кілограм виробів за зміну), КОП 800 (використання комплекту обладнання для виробництва пряників, потужністю 800 кілограм виробів за зміну). Використовуючи ці проекти, сформуємо оптимальний портфель інвестицій для кондитерського підприємства.

Згідно із запропонованою методикою, на першому етапі формування портфеля, оцінимо параметри проектів (чистий дисконтований дохід NPV та рівні їх рентабельності PI) а також проведемо аналіз чутливості проектів щодо змін тенденцій ринку збуту. На цьому етапі також виберемо кращий із альтернативних проектів КОВ100 та КОВ300. На другому етапі на основі отриманої інформації проведемо остаточне формування портфеля інвестицій.

Для реалізації першого етапу спрогнозуємо попит на продукцію підприємства "ТерА" на період 2001-2005 років, використовуючи дані за період 1996-2000 років та методика, запропоновану в попередньому параграфі. Дана методика дозволяє побудувати три варіанти прогнозу: найімовірніший, оптимістичний та песимістичний. Побудова цих сценаріїв ґрунтується на використанні методів Холта, лінійної та квадратичної апроксимації для аналізу обсягів реалізації продукції за попередній період. Згадані обсяги реалізації продукції за категоріями наведені в таблиці 3.7.

Для аналізу окупності інвестиційних проєктів КОВ 100 та КОВ300 побудуємо згладжені оцінки реалізації продукції підприємства за допомогою згаданих методів. Результати оцінювання приведені на рисунку 3.5.

Таблиця 3.7

Обсяги реалізації товарів ВАТ "ТерА" за період 1996-2000 рр.

Категорії товарів		1996	1997	1998	1999	2000
Вафлі	к-сть	158805	72126	70337	68548	230969
	вартість	663127	301180	293708	286237	964464
Пряники	к-сть	136127	61826	60293	58759	139129
	вартість	358544	162844	158804	154765	366451
Печиво	к-сть	162279	73704	71876	70047	211928
	вартість	483167	219445	214002	208558	630992
Зефір	к-сть	67148	30497	29741	28984	57557
	вартість	362275	164538	160457	156375	310530
Мармелад	к-сть	15792	7172	6995	6817	15340
	вартість	74809	33977	33134	32291	72668
Драже	к-сть	5559	2525	2462	2399	7062
	вартість	29401	13353	13022	12691	37349
Сх. солодоці	к-сть	3348	1521	1483	1445	4916
	вартість	16759	7612	7423	7234	24610
Цукерки	к-сть					1599
	вартість					11408
Макарони	к-сть	4611	2094	2042	1990	2858
	вартість	8919	4051	3950	3850	5528
Разом		1997000	907000	884500	862000	2424000

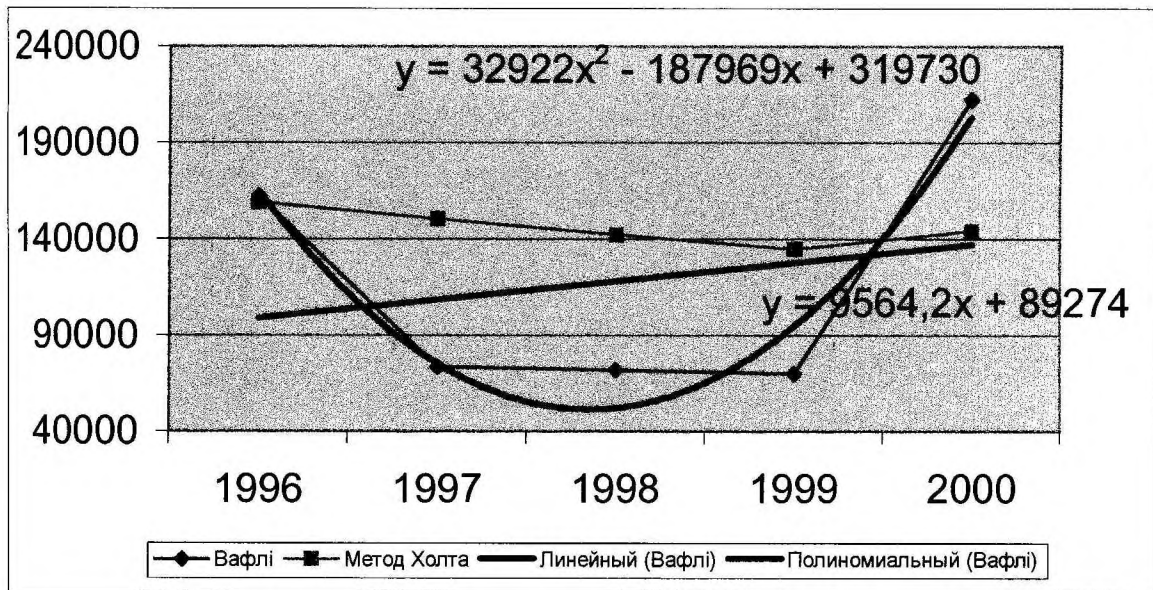


Рис. 3.5. Згладжена оцінка обсягу реалізації продукції за категорією “Вафлі” за 1996-2000 рр.

Як бачимо із рис. 3.5. лінійна оцінка та метод Холта дають усереднені оцінки, а квадратична (поліноміальна другого порядку) – хороше поточкове наближення. При цьому слід відзначити, що метод Холта не прореагував на різке піднесення обсягів продажу в 2000 році, трактуючи його як випадкове. Така неоднорідність проведених оцінок дає підстави сподіватися на різноплановість прогнозів, побудованих на їх основі, серед яких можна буде виділити як оптимістичні, так і песимістичні. За допомогою запропонованої в попередньому параграфі методики будується найімовірніша оцінка прогнозу, яка усереднюється згідно із прогнозом реалізації вафель за даними ЗАТ “Укркондитер” із врахуванням досягнутої частки підприємства “ТерА” в продукції ЗАТ “Укркондитер”. Графічне представлення цих прогнозів на період 2001-2005 років наведено на рис. 3.6.

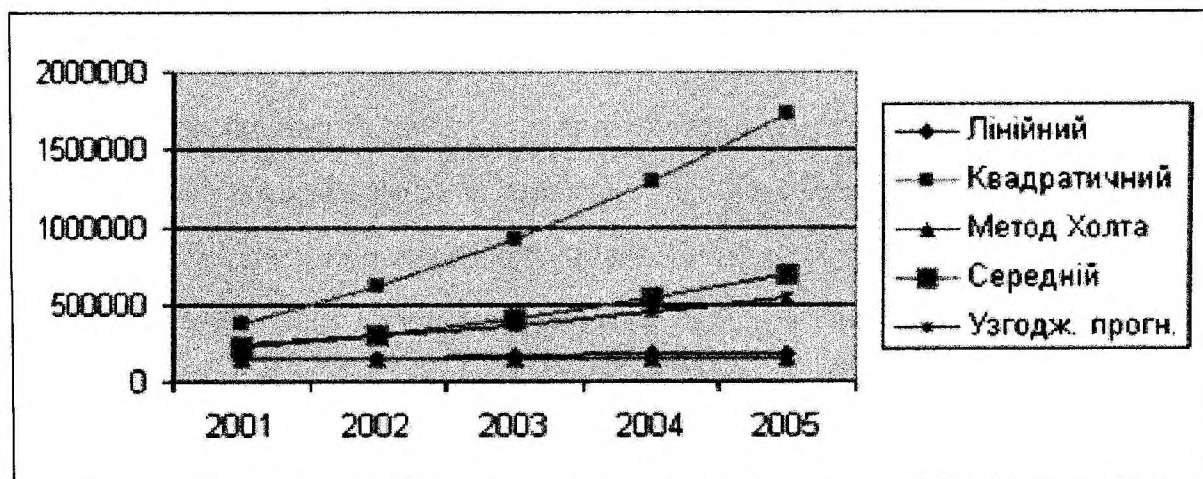


Рис. 3.6. Прогноз обсягу реалізації продукції за категорією “Вафлі” за 2001-2005 рр.

З огляду на відношення величин узгоджених та середніх прогнозів будується коригуючий коефіцієнт для уточнення песимістичних та оптимістичних прогнозів. Згрупуємо згадані прогнози та коефіцієнти в таб.(3.8)

Таблиця 3.8

Побудова узгоджених прогнозів попиту на продукцію ВАТ “ТерА” по категорії “Вафлі”

Рік	2001	2002	2003	2004	2005
Прогн. по даних "Укркондитер"	256234	290821	325409	359997	394584
Найімовірніший прогноз	222541	305687	410781	537823	686813
Узгоджений прогноз	239387	298254	368095	448910	540699
Коректуючий коефіцієнт	1,08	0,98	0,90	0,83	0,79
Узгоджений песимістич. прогноз	154746	140219	128651	119716	112801
Узгоджений оптимістич. прогноз	405655	602119	827074	1080652	1363719

Далі будемо прогнози надходжень за інвестиційними проектами КОВ 100, КОВ 300 при різних сценаріях попиту на продукцію. З цією метою оцінимо собівартість продукції за окремими марками при використанні нового обладнання. Оцінку будемо на основі аналізу статей досягнутої собівартості та параметрів нового обладнання. (Результати оцінки собівартості наведені в додатку П).

Для прогнозування прибутків за проектом розв'язуємо задачу лінійного програмування, описану в попередньому параграфі, для відповідних сценаріїв збуту по роках періоду прогнозу. Це розв'язання будемо за допомогою вбудованих засобів електронних таблиць Excel (Додаток Р). Зразок розрахунку виробничої програми та цільової функції задачі для 2001 року та оптимістичного сценарію збуту наведені в таблицях 3.9, 3.10

Таблиця 3.9

Зразок розрахунку виробничої програми для проекту КОВ 100

<u>Рік:</u>	<u>2001</u>	<u>Вид прогнозу:</u>	<u>Оптимістичний</u>			
Виробнича програма						
Назва продукції	Питомі затрати часу КОВ-100	Сума затрат КОВ-300	Мінімальний обсяг кг	Запланований Обсяг, кг	Частка товару	Частка ринку, кг
Вафлі Арахісові	0,08	257,24	0	3215	0,008	3215
Вафлі Лимонні	0,08	272,70	0	3409	0,008	3409
Вафлі Кольорові	0,08	434,35	0	5429	0,013	5429
Вафлі Апельсинові	0,08	264,27	0	3303	0,008	3303
Вафлі Кокосові	0,08	187,66	0	2346	0,006	2346
Вафлі До кави	0,08	912,98	0	11412	0,028	11412
Вафлі Южанка	0,08	0,00	0	0	0,031	12651
Вафлі Ягідні	0,08	65,36	0	817	0,002	817
Вафлі Сніжинка	0,08	86,45	0	1081	0,003	1081
Вафлі Артек	0,08	1934,99	0	24187	0,892	361991
	Всього	4416	Фонд роб. часу		4416	

Частка ринку для кожного виду продукції розраховувалась на основі загального прогнозу попиту при врахуванні структури попиту на окремі види товару, зафіксовані на кінець аналізованого періоду, яка відображена в графі "частка товару в категорії". Як видно із таблиці 3.9 сумарні затрати робочого часу з реалізації виробничої програми повністю вичерпують його фонд, тобто обладнання буде завантажене. Прибутковість виробничої програми оцінюється як добуток різниці між ціною та собівартістю одиниці

продукції (з поправкою на податок на додану вартість та прибутковий податок) і прогнозованого обсягу реалізації.

Таблиця 3.10

Зразок розрахунку прибутку для проекту КОВ 100

Цільова функція				
Назва продукції	Ціна	Собівартість	Прибутковість	Прибуток, грн.
Вафлі Арахісові	6,52	5,11	0,08	243,68
Вафлі Лимонні	5,3	4,19	0,03	108,68
Вафлі Кольорові	5,35	4,21	0,05	247,43
Вафлі Апельсинові	5,3	4,21	0,02	76,48
Вафлі Кокосові	6,44	4,98	0,12	275,35
Вафлі До кави	5,44	4,29	0,04	456,36
Вафлі Южанка	5,43	4,59	-0,17	0,00
Вафлі Ягідні	5,3	4,14	0,07	57,23
Вафлі Сніжинка	5,3	4,18	0,04	42,63
Вафлі Артек	5,59	4,45	0,01	297,07
Всього				1804,91

Сумарна величина чистого прибутку виробничої програми служить цільовою функцією задачі лінійного програмування. Звівши прибутковість виробничих програм для найімовірнішого сценарію за період прогнозу в єдину таблицю 3.10, отримаємо можливість розрахунку найімовірніших чистого прибутку та дисконтованого доходу за проектом. На основі сумарної величини останнього та видатків за проектом розраховується його чистий дисконтований дохід NPV. При цьому слід враховувати, що видатки коректуються із врахуванням величини вартості капіталу. Аналогічні розрахунки проводяться для альтернативного проекту КОВ 300. Обидва проекти не забезпечують позитивного значення NPV та рівня PI більшого одиниці і тому не можуть бути прийнятними. Цей факт свідчить про складну

економічну ситуацію в державі, коли сучасне продуктивне обладнання не може бути встановлене, оскільки не зможе себе окупити.

Таблиця 3.11

**Розрахунок затрат та чистого дисконтованого доходу для проектів
КОВ 100 та КОВ 300**

Затрати та прибутковість проекту КОВ 100

Затрати за проектом	
Початкові вкладення	81319,60
Видатки по проекту	146117,74

Рівень прогнозу збуту-найімовірніший		
Рік	Чистий прибуток	Дисконтований дохід
2001	1343,00	1119,17
2002	1506,54	1255,45
2003	1700,57	1417,14
2004	1925,08	1604,23
2005	2180,07	1816,73
	Всього	7212,72

Затрати та прибутковість проекту КОВ 300

Затрати по проекту	
Початкові вкладення	156537,60
Видатки по проекту	281271,93

Рівень прогнозу збуту-найімовірніший		
Рік	Чистий прибуток	Дисконтований дохід
2001	42488,00	35406,66
2002	42210,28	35175,23
2003	42502,24	35418,53
2004	42855,17	35712,64
2005	43269,08	36057,57
	Всього	177770,64

Проект	КОВ 100	КОВ 300
Чистий дисконтований дохід (NPV)	-138905	-103501
Індекс рентабельності (PI)	0,05	0,63

Аналогічним чином, на основі відповідних прогнозів збуту, будуються оцінки затрат та прибутків по проекту КОП 800. Аналіз показників, які приведені в таблиці 3.11 свідчить про високу ефективність проекту.

Таблиця 3.12

Розрахунок чистого дисконтованого доходу за проектом КОП 800

Прибутковість проекту КОП. 800

Затрати по проекту	
Початкові вкладення	55913,80
Видатки по проекту	100467,76

Рівень прогнозу збуту-найімовірніший		
Рік	Чистий прибуток	Дисконтований дохід
2001	71482,11	59568,43
2002	71482,11	59568,43
2003	108755,39	90629,49
2004	132546,38	110455,31
2005	159773,60	133144,67
Всього		453366,32
Чистий дисконтований дохід (NPV)		352898,56
Індекс рентабельності (PI)		4,51

Попередній висновок підтверджується аналізом проекту на чутливість, дані якого наводяться в таблиці 3.13. Цей аналіз свідчить про високу

прибутковість проекту, навіть за умови песимістичного прогнозу попиту на продукцію.

Таблиця 3.13

Аналіз чутливості проекту КОП 800

Чутливість проекту до коливань збуту

Проект КОП. 800	Значення	% до беззбитковості
Оптимістичний.середньорічний.дохід.	257015,53	765
Найімовірніший середньорічний.дохід.	151596,50	451
Песимістичний середньорічний дохід	52689,67	157
Точка беззбитковості	33594,38	100

Для попереднього відбору проектів проведемо остаточне формування інвестиційного портфеля. Хоча єдиним кандидатом для включення в портфель залишився проект КОП 800, однак з метою тестування програмної реалізації включимо в розгляд ще й проект КОВ 300, який має значні переваги над проектом КОВ 100. Результати формування портфеля з допомогою відповідної задачі лінійного програмування наведені в таблиці 3.14.

Таблиця 3.14

Оцінка затрат, рентабельності та прибутковості інвестиційного портфеля

Назва	Видатки	Дійсні	Мінімальна	Запланована	Максимальна	PI	Pimin*
Проекту	проекту	затрати	реалізація	Реалізація (RP)	реалізація		Rpi
КОВ 300	281272	0	0	0	1	0,63	0
КОП 800	100468	100468	0	1	1	4,51	1,2
	Всього затрат	100468	Осяг інвестицій		979300		
	Залишок інвестиційних коштів	878832					

Цільова функція

Назва Проекту	NPV	Сумарний Прибуток
	-	
КОВ 300	10350 1,29	0,00
КОП 800	35289 8,56	352898,56
Всього		352898,56

Оскільки рентабельність проекту КОП 800 вища мінімально допустимої (1.2), а обсяг інвестицій достатній для його фінансування, то він включається в інвестиційний портфель. Проект КОВ 300 не забезпечує мінімальної рентабельності та має від'ємний NPV. Тому він не включається в портфель, навіть за умови значного залишку інвестиційних коштів.

Наведений приклад свідчить, що підприємство повинно вкрай обережно підходити до питання придбання нової техніки, а використання запропонованої методики допомагає зробити такий вибір більш обґрунтованим. Таким чином, основні положення даної методики служать підвищенню ефективності використання інвестицій на підприємствах кондитерської галузі промисловості.

Висновки до розділу III

1. В результаті аналізу існуючих методів розрахунку при застосуванні показників ефективності інвестиційних проектів та врахуванні їх недоліків і переваг розроблені:

- методика оцінки та відбору інвестиційного проекту з множини альтернативних, що базується на визначенні інтегральної оцінки проектів на основі показників *NPV* та *PI*;
- методика формування портфеля реальних інвестицій кондитерського підприємства.

2. Кожен проект, що реалізується в майбутньому, безумовно, супроводжується деякими елементами невизначеності подій, пов'язаних з проектом. Метою аналізу ризику є надання потенційним партнерам або учасникам проекту потрібних даних для прийняття рішень щодо доцільності участі у проекті та заходів їх захисту від можливих фінансових втрат. У результаті аналізу особливостей застосування різних методів прогнозування, для врахування ризику та невизначеності, розроблена математична модель, що передбачає визначення найімовірніших, оптимістичних та песимістичних прогнозів обсягів реалізації продукції в майбутніх періодах.

3. На основі отриманих прогнозних значень здійснена постановка задачі лінійного програмування для відбору інвестиційних проектів з множини альтернативних. Розрахунок чистих дисконтованих прибутків NPV та їх рівнів рентабельності PI для альтернативних проектів дозволяє створити множину незалежних інвестиційних проектів. Створення даної множини обумовило розробку методики формування портфеля інвестицій на основі задачі лінійного програмування.

На прикладі технологічного обладнання, що пропонується ТОВ "Тронка-Агротех" для кондитерського виробництва і з допомогою використання фінансових показників діяльності ВАТ "ТерА" здійснена постановка задачі, задані обмеження та проведені розрахунки для формування портфеля інвестицій засобами електронних таблиць EXCEL.

Основні положення, викладені в даному розділі опубліковані у працях [114; 117]

ВИСНОВКИ

У дисертації наведено теоретичне узагальнення і нове вирішення наукової проблеми, що виявляється у розробці практичних рекомендацій щодо вдосконалення методики фінансового аналізу інвестиційної привабливості проектів. Загальні висновки, одержані в результаті дослідження, зводяться до наступного.

1. Потреба адаптації до процесів трансформування у вітчизняній економіці змушує кондитерські підприємства вдаватися до випуску нових видів продукції і освоєння технологій. Реалізація цих заходів потребує залучення інвестиційних ресурсів. Водночас специфікою нинішньої ситуації на ринку є розрив між попитом і їхньою пропозицією, а тому успіх, яким є отримання коштів, здебільшого залежить від обґрунтованості обчислень фінансових результатів запропонованого проекту. Для цього необхідно мати обґрунтований інструментарій опрацювання інформаційних потоків. Таким чином, на основі вивчення вітчизняних і зарубіжних літературних джерел та практики господарювання автором визначено, що система управління інвестиційним процесом на кондитерському підприємстві повинна базуватися на результатах фінансового аналізу запропонованих інвестиційних проектів. За допомогою методів фінансового аналізу зводяться дані всіх інших напрямків підготовки і дослідження проекту, розраховуються критерії фінансової ефективності, готується відповідна прогнозна бухгалтерська звітність, здійснюється ранжування проектів за привабливістю.
2. Інвестиційна привабливість кондитерської промисловості є дуже високою, однак, середні та малі підприємства стоять перед необхідністю активної модернізації основних засобів на основі

реалізації реальних інвестиційних проєктів. Тому залучення інвесторів і впровадження ефективних інвестиційних проєктів – один із шляхів поліпшення становища підприємства на ринку.

3. У процесі дослідження різноманітних підходів до формування інвестиційної стратегії кондитерського підприємства рекомендується виділяти три напрямки, на основі яких здійснюється її вибір: виробничо-економічний потенціал підприємства, привабливість ринку (галузі) та характеристика фінансового середовища.
4. Формування напрямків інвестиційної стратегії підприємства пропонується визначати з допомогою матриці SWOT – аналізу. В результаті заповнення та аналізу показників даної матриці формується інвестиційна стратегія, яка передбачає усунення загроз та реалізацію переваг у діяльності кондитерського підприємства.
5. У процесі планування здійснюється відбір тих інвестицій, які дадуть бажаний економічний результат. При цьому інвестиційна політика повинна проводитися у руслі прийнятної фінансової і виробничої політики. Завданням фінансового аналізу в цій системі є відображення багаточисельних взаємозв'язків для вироблення єдиної політики. Тому у процесі інвестиційного проєктування не можна обмежуватися аналізом самого проєкту як такого, його необхідно розглядати в контексті всієї господарської системи підприємства.
6. Аналіз інвестиційної привабливості кондитерського підприємства пропонується здійснювати з допомогою фінансових коефіцієнтів: майнового стану, фінансової стійкості, ліквідності, оборотності, рентабельності, ринкової активності. Для цього потрібно послідовно, комплексно обґрунтувати значення кожної групи результативних показників для загальної характеристики фінансового стану кондитерського підприємства і перспектив його розвитку. Крім цього, з метою правильної оцінки інвестиційної привабливості

рекомендується оцінювати кондитерське підприємство за так званою інтегральною оцінкою.

7. Підготовка фінансового аналізу проекту обов'язково містить у собі блок з визначення умов фінансування, вибору та раціоналізації джерел фінансування та розробки плану узгодження фінансових надходжень. На основі аналізу джерел фінансування інвестиційного проекту та їх впливу на вартість капіталу у дисертації запропонована економіко-математична модель розрахунку вартості капіталу з допомогою задачі лінійного програмування.
8. Для визначення ефективності реалізації інвестиційного проекту авторкою запропоновано методику оцінки, що базується на використанні абсолютного показника *NPV* (*Net Present Value*) та відносного – *PI* (*Profitability Index*). Це дає змогу вилучити з розгляду проекти з рентабельністю меншою, за існуючу на підприємстві або задану керівництвом.
9. Поява можливості залучення альтернативних напрямків вкладення коштів, підвищення рівня невизначеності при реалізації інвестиційних проектів в умовах ринкової економіки суттєво змінюють вимоги до оцінки ефективності інвестицій і критеріїв прийняття рішень. Визначення значень чистого прибутку *NPV* та рентабельності *PI* досліджуваного проекту відбувається також з врахуванням ризиків. Для цього автором розроблено економіко-математичну модель, що відображає оптимістичний, найімовірніший і песимістичний сценарії прогнозування обсягів реалізації продукції на кондитерському підприємстві.
10. Для формування портфеля реальних інвестиційних проектів побудовано економіко-математичну модель з врахуванням ризиків на основі запропонованої методики оцінки ефективності інвестиційних рішень; Здійснена програмна реалізація запропонованих моделей та

методик фінансового аналізу інвестиційних проектів засобами MS EXCEL.

11. Дослідження фінансового стану середніх за розмірами підприємств показали недостатність власних коштів для здійснення ефективної інвестиційної політики. Брак коштів і висока вартість капіталу вимагають зваженого підходу до формування інвестиційної стратегії, адже навіть впровадження в виробничий процес сучасного обладнання, як показали експерименти, не забезпечує необхідного рівня чистого дисконтованого доходу та необхідного рівня рентабельності.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Закон України “Про інвестиційну діяльність”. - Закони та постанови.- К., 1992.- с.2-12.
2. Антонова Н., Ковалев Д. Роль инвестиций в обеспечении конкурентоустойчивости предприятия. /Бизнес-информ.- 1999. - № 5-6.
3. Артеменко В. Г., Беллендир М. В. Финансовый анализ: Учебное пособие.- М.: Издательство “ДИС”, НГАСиУ, 1997.- 128с.
4. Багов В. П., Ступанов В. С., Токаренко Г. С. Методика оценки эффективности стратегии корпоративной системы по обобщенным характеристикам //Финансы. – 2000. - № 11
5. Басовский Л. Е. Прогнозирование и планирование в условиях рынка. Учебное пособие. – М.: ИНФРА –М, 1999. – 260 с.
6. Белобродова В. А. Анализ хозяйственной деятельности. – М.: Финансы и статистика, 1995. – 352 с.
7. Бернс В., Хавранек П. М. Руководство по оценке эффективности инвестиций: Пер. с англ.- Новое издание.- М.: АОЗТ “Интерэксперт”, 1995, - 326 с.
8. Білик М. Д. Управління фінансами державних підприємств.- К.: Т-во “Знання”, КОО, 1999. – 362 с.
9. Быкова Е. В. Показатели денежного потока в оценке финансовой устойчивости предприятия //Финансы. – 2000. - № 2. – С.56
10. Бирман Г., Шмидт С. Экономический анализ инвестиционных проектов. /Пер. с англ. Под ред. Л. П. Белых. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. – 631 с.
11. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент.- Киев, МП “ИТЕМ” ЛТД, “Юнайтед Лондон Трейд Лимитед”, 1995 – 448 с.
12. Бланк И. А. Управление формированием капитала.- К.: “Инка-Центр”, 2000. – 512 с.

13. Богатын Ю. В., Швандар В.А. Инвестиционный анализ: Учеб. пособие для вузов. – М.: ЮНИТИ – ДАНА, 2001. –208 с.
14. Бочаров В. В. Методы финансирования инвестиционной деятельности предприятия. – М.: Финансы и статистика, 1998. –214 с.
15. Бромович Майкл. Анализ экономической эффективности капиталовложений: Пер. с англ.- М.: ИНФРА-М, 1996.- 432с.
16. Бухгалтерський облік за національними стандартами. Практичний посібник /Укладачі: Я. Д. Крупка, З. В. Задорожний, Р. О. Мельник.- Тернопіль: Економічна думка, 2000. – 236 с.
17. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами: Пер. с англ. – М.: Финансы и статистика, 1996.
18. Василенко В. Умови підвищення ефективності спеціального режиму інвестиційної діяльності // Економіка України.- 2000.- № 3.- с.48
19. Верба В. А., Загородніх О. А. Проектний аналіз: Підручник. – К.: КНЕУ, 2000. – 322 с.
20. Виленский П. Л., Лившиц В. Н., Орлова Е. Р., Смоляк С. А. Оценка эффективности инвестиционных проектов. – М.: Дело, 1998. –248 с.
21. Витин А. Мобилизация финансовых ресурсов для инвестиций // Вопросы экономики.- 1994.- № 7.- с.13-21
22. Волков И. М., Грачева М. В. Проектный анализ. – М.: ЮНИТИ,1998.
23. Воронов К.И., Хаит И.А. Инвестиции в реальные активы. //Финансы.- 1995. - № 5.
24. Вплив ризиків на процес реального інвестування //Фінанси України.- 2000.- № 3.- с.107
25. Гитман Л. Дж., Джонк М. Д. Основы инвестирования. – М.: Дело, 1999. – 992 с.
26. Глазунов В. Н. Финансовый анализ и оценка риска реальных инвестиций.- М.: Финстатинформ, 1997.-135 с.

27. Глазунов В. Н. Инвестиционная политика предприятия. //Финансы.- 1999 - № 12. – с.24-25
28. Глазунов В. Н. Критерии оценки инвестиционной привлекательности проектов //Финансы. – 1997.- № 12. – с.59-61.
29. Герасимчук М. С. Економічні та інституційні умови інвестиційної діяльності. // Економіка України. – 1994. - № 12.
30. Гиляровская Л.Т., Ендовицкий Д. А. Моделирование в стратегическом планировании долгосрочных инвестиций. // Финансы. –1997. - № 8. – с.53-57.
31. Гойко А. Ф. Методи оцінки ефективності інвестицій та пріоритетні напрямки їх реалізації. – Київ: ВІРА Р, 1999. –320с.
32. Грачова Р. Як визначити реальний фінансовий стан свого підприємства // Дебет-кредит.- 2000.- № 34.- с.18-27
33. Графова Г. Ф. Анализ финансовых результатов предприятия в новых положениях по бухгалтерскому учету //Финансы. – 2000. - № 10. – с.53
34. Гузенко О. П., Шапран В.С. Інвестиційний проект: оцінка ефективності та інфляція. // Фондовый рынок.-2000.- № 38.- С.32
35. ДеГтяренко В. Н. Оценка эффективности инвестиционных проектов. – М.: “Экспертное бюро”, 1997. – 400 с.
36. Деревяненко О. Основні напрямки системного трансформування харчової промисловості України // Економіка України. – 2000.- № 3
37. Джобер Д. Принципы и практика маркетинга: Пер. с англ. Уч. пособие.- М.: Издательский дом “Вильямс”, 2000.- 688 с.
38. Довбне И., Божко Т. Источники финансирования инвестиционных проектов. // Бизнес - информ.- 1999.- № 12
39. Доль П. Менеджмент: стратегия и тактика / Пер. с англ. под ред. Ю.Н. Капуревского – СПб: Издательство “Питер”, 1999. – 560 с.
40. Дубенко С. Инвестиции как источник финансовых ресурсов. // Бизнес-информ, - 1999.- № 3 - 4.

41. Економічний аналіз: Навч. посібник/ А.М. Болух, В.З. Бурчевський, М.І. Горбатюк; за ред. акад. НАНУ, проф. М. Г. Чумаченка. – К.: КНЕУ, 2001. – 541 с.
42. Ендовицкий Д. А. Методика оценки денежных потоков инвестиционного проекта. // Бухгалтерский учет. – 1998. - № 10, с.89-84
43. Ефимова О.В. Финансовый анализ. – М.: Бухгалтерский учет, 1996. – 208 с.
44. Завлин П. Н., Васильев А. В. Оценка эффективности инноваций. СПб, Издательский дом «Бизнес-пресса» 1998. – 216 с.
45. Завлин П. А., Васильев А. В., Кноль А. И. Оценка экономической эффективности инвестиционных проектов (современные подходы) – С.-П.: Наука, 1995.- 67 с.
46. Загороднюк А. Практичні аспекти привернення стратегічних інвесторів до організації фінансування проектів //Український інвестиційний журнал. – 2000.- № 2. – с.40-42.
47. Зубілев С. Положення (стандарти) бухгалтерського обліку: наскільки далеко від положень та близько до стандартів?. // Бухгалтерський облік і аудит. – 1999. - № 7-8. – 10-27.
48. Игошин Н. В. Инвестиции. Организация управления и финансирования: Учеб.для вузов.- М.:Финансы, ЮНИТИ, 2000.- 413 с.
49. Идрисов А. В., Картышев С. В., Постников А. В. Стратегическое планирование и анализ эффективности инвестиций. – М.: Информационо – издательский дом «ФИЛИНЪ», 1996.- 277 с.
50. Ильенкова С. Д., Ильенкова Н. Д. Факторный анализ финансовых показателей фирмы. //Финансы. 1998.- № 7.- с.56.
51. Ирнязов Б. С. Основные показатели финансовой оценки инвестиций в рыночной экономике // Финансы. –1994. - №11. – С.39.
52. Калина А. В., Конєва М. І., Яценко В. О. Сучасний економічний аналіз і прогнозування: Навч.- метод. Посібник, 2-ге видання.- к.: МАУП,1998. –272 с.

53. Качалин В. В. Финансовый учет и отчетность в соответствии со стандартами СААР. – М.: Дело, 1998.- 452с.
54. Ковалев В. В. Финансовый анализ. Управление капиталом. Выбор инвестиций. – М.: Финансы и статистика, 1995.
55. Ковалев В. В. Методы оценки инвестиционных проектов. – М.: Финансы и статистика, 1998. –144 с.
56. Кожанов Ю. Нові потужності, поліпшений асортимент. / Харчова і переробна промисловість. – 2002. - № 2. – С. 6-7.
57. Колосов А. Мониторинг реализации инвестиционных проектов //Бизнес-информ.- 1998.- № 12. – с.28-31.
58. Комаринський Я., Яремчук І. Фінансово- інвестиційний аналіз: Навч. Посібник. – К.: Українська енциклопедія ім. М.П.Бажана, Агентство “Книга пам'яті України”, 1996. 298 с.
59. Кондитерская промышленность. Обзор отрасли. // Фондовый рынок. – 1998. - № 37.
60. Коровин А. В. Особенности финансового анализа в аудите //Финансы. – 2000.- №8 . – с.47-49
61. Коробов М. Я. Фінансово – економічний аналіз діяльності підприємств: Навчальний посібник. – К.: Т-во «КОО», 2000. –378 с.
62. Костырко Л., Ковшар А. Финансовый анализ инвестиционных проектов //Вестник бухгалтера и аудитора Украины. – 1998. - № 11.- с. 23-25.
63. Крейнина М. Н. Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности акционерных обществ. – М.: АО «ДИС», МВ-Центр, 1994. – 286 с.
64. Крупка Я. Д. Прогресивні методи оцінки та обліку інвестиційних ресурсів.- Тернопіль: Економічна думка.- 2000.- 354с.
65. Крушвиц Л. Финансирование и инвестиции. Неоклассические методы теории финансов. /Пер. с нем. Под общей редакцией В.В. Ковальова и З.А. Сабова. – СПб: Издательство “Питер”, 2000. – 400 с.

27. Глазунов В. Н. Инвестиционная политика предприятия. //Финансы.- 1999 - № 12. – с.24-25
28. Глазунов В. Н. Критерии оценки инвестиционной привлекательности проектов //Финансы. – 1997.- № 12. – с.59-61.
29. Герасимчук М. С. Економічні та інституційні умови інвестиційної діяльності. // Економіка України. – 1994. - № 12.
30. Гиляровская Л.Т., Ендовицкий Д. А. Моделирование в стратегическом планировании долгосрочных инвестиций. // Финансы. –1997. - № 8. – с.53-57.
31. Гойко А. Ф. Методи оцінки ефективності інвестицій та пріоритетні напрямки їх реалізації. – Київ: ВІРА Р, 1999. –320с.
32. Грачова Р. Як визначити реальний фінансовий стан свого підприємства // Дебет-кредит.- 2000.- № 34.- с.18-27
33. Графова Г. Ф. Анализ финансовых результатов предприятия в новых положениях по бухгалтерскому учету //Финансы. – 2000. - № 10. – с.53
34. Гузенко О. П., Шапран В.С. Інвестиційний проект: оцінка ефективності та інфляція. // Фондовый рынок.-2000.- № 38.- С.32
35. Дегтяренко В. Н. Оценка эффективности инвестиционных проектов. – М.: “Экспертное бюро”, 1997. – 400 с.
36. Деревяненко О. Основні напрямки системного трансформування харчової промисловості України // Економіка України. – 2000.- № 3
37. Джобер Д. Принципы и практика маркетинга: Пер. с англ. Уч. пособие.- М.: Издательский дом “Вильямс”, 2000.- 688 с.
38. Довбне И., Божко Т. Источники финансирования инвестиционных проектов. // Бизнес - информ.- 1999.- № 12
39. Доль П. Менеджмент: стратегия и тактика / Пер. с англ. под ред. Ю.Н. Капуревского – СПб: Издательство “Питер”, 1999. – 560 с.
40. Дубенко С. Инвестиции как источник финансовых ресурсов. // Бизнес-информ, - 1999.- № 3 - 4.

41. Економічний аналіз: Навч. посібник/ А.М. Болух, В.З. Бурчевський, М.І. Горбатюк; за ред. акад. НАНУ, проф. М. Г. Чумаченка. – К.: КНЕУ, 2001. – 541 с.
42. Ендовицкий Д. А. Методика оценки денежных потоков инвестиционного проекта. // Бухгалтерский учет. – 1998. - № 10, с.89-84
43. Ефимова О.В. Финансовый анализ. – М.: Бухгалтерский учет, 1996. – 208 с.
44. Завлин П. Н., Васильев А. В. Оценка эффективности инноваций. СПб, Издательский дом «Бизнес-пресса» 1998. – 216 с.
45. Завлин П. А., Васильев А. В., Кноль А. И. Оценка экономической эффективности инвестиционных проектов (современные подходы) – С.-П.: Наука, 1995.- 67 с.
46. Загороднюк А. Практичні аспекти привернення стратегічних інвесторів до організації фінансування проектів //Український інвестиційний журнал. – 2000.- № 2. – с.40-42.
47. Зубілев С. Положення (стандарти) бухгалтерського обліку: наскільки далеко від положень та близько до стандартів?. // Бухгалтерський облік і аудит. – 1999. - № 7-8. – 10-27.
48. Игошин Н. В. Инвестиции. Организация управления и финансирования: Учеб.для вузов.- М.:Финансы, ЮНИТИ, 2000.- 413 с.
49. Идрисов А. В., Картышев С. В., Постников А. В. Стратегическое планирование и анализ эффективности инвестиций. – М.: Информационо – издательский дом «ФИЛИНЪ», 1996.- 277 с.
50. Ильенкова С. Д., Ильенкова Н. Д. Факторный анализ финансовых показателей фирмы. //Финансы. 1998.- № 7.- с.56.
51. Ирнязов Б. С. Основные показатели финансовой оценки инвестиций в рыночной экономике // Финансы. –1994. - №11. – С.39.
52. Калина А. В., Конєва М. І., Ященко В. О. Сучасний економічний аналіз і прогнозування: Навч.- метод. Посібник, 2-ге видання.- к.: МАУП,1998. –272 с.

53. Качалин В. В. Финансовый учет и отчетность в соответствии со стандартами СААР. – М.: Дело, 1998.- 452с.
54. Ковалев В. В. Финансовый анализ. Управление капиталом. Выбор инвестиций. – М.: Финансы и статистика, 1995.
55. Ковалев В. В. Методы оценки инвестиционных проектов. – М.: Финансы и статистика, 1998. –144 с.
56. Кожанов Ю. Нові потужності, поліпшений асортимент. / Харчова і переробна промисловість. – 2002. - № 2. – С. 6-7.
57. Колосов А. Мониторинг реализации инвестиционных проектов //Бизнес-информ.- 1998.- № 12. – с.28-31.
58. Комаринський Я., Яремчук І. Фінансово- інвестиційний аналіз: Навч. Посібник. – К.: Українська енциклопедія ім. М.П.Бажана, Агентство “Книга пам'яті України”, 1996. 298 с.
59. Кондитерская промышленность. Обзор отрасли. // Фондовый рынок. – 1998. - № 37.
60. Коровин А. В. Особенности финансового анализа в аудите //Финансы. – 2000.- №8 . – с.47-49
61. Коробов М. Я. Фінансово – економічний аналіз діяльності підприємств: Навчальний посібник. – К.: Т-во « КОО», 2000. –378 с.
62. Костырко Л., Ковшар А. Финансовый анализ инвестиционных проектов //Вестник бухгалтера и аудитора Украины. – 1998. - № 11.- с. 23-25.
63. Крейнина М. Н. Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности акционерных обществ. – М.: АО «ДИС», МВ-Центр, 1994. – 286 с.
64. Крупка Я. Д. Прогресивні методи оцінки та обліку інвестиційних ресурсів.- Тернопіль: Економічна думка.- 2000.- 354с.
65. Крушвиц Л. Финансирование и инвестиции. Неоклассические методы теории финансов. /Пер. с нем. Под общей редакцией В.В. Ковальова и З.А. Сабова. – СПб: Издательство “Питер”, 2000. – 400 с.

66. Крушевский А. В. Справочник по экономико-математическим методам и моделям. – К.: Техника, 1982 – 208 с.
67. Кудина Л. Оценка эффективности инвестиционных проектов в условиях экономики переходного периода // Економіка, фінанси, право. – 1998, № 6-7.
68. Латада Т., Юрик Я. Маркетингові дослідження ринку кондитерських виробів. // Економіка України. – 1999. - № 11. – с.80-84.
69. Латада Т. В., Пильник Л. Т. Інноваційна діяльність в кондитерській галузі. // Економіка АПК. –2000, № 2.- с.71-76
70. Левітан О. Методика аналізу фінансового стану державного підприємства, яке приватизується // Діло.- 1994.- 15 грудня, с.1-8
71. Литвин М. И. Применение матричных балансов для оценки финансового состояния предприятия // Финансы, 1995, с.14-17.
72. Лукасевич И. Я. Методы анализа рисков инвестиционных проектов. //Финансы. –1998.- № 9. – с.59-63.
73. Лукинов И. Инвестиционная активность в экономическом обновлении и проекте // Экономика Украины. – 1997. - № 8. – с.4-8
74. Льюис К. Д. Методы прогнозирования экономических показателей. Пер. с англ. – М.:Финансы и статистика, 1986. – 133 с.
75. Макконел К., Брю С. Экономика. Т.1. М.,1993.
76. Маркелов А. Е., Шумейко А. К. Акціонерні товариства. Залучення інвестицій. – К.: Українська інвестиційна газета, 1997.- 416.с.
77. Маслов С. Методика оцінки інвестиційних проектів. //Фондовый рынок. - 1999. – № 29, 30,32,35.
78. Мелкумов Л. С. Экономическая оценка эффективности инвестиций и финансирования инвестиционных проектов.– М.:ИИЦ “ДИС”,1997.– 160 с.
79. Мертенс А. В. Инвестиции: Курс лекций по современной финансовой теории. – К.: Киев: Инвестиционный анализ, 1997. – XVI, 416 с.

80. Методика інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємств та організацій, затверджена наказом Агентства з питань запобігання банкрутству підприємств та організацій від 23.02.1998 р., № 22. // Українська інвестиційна газета. – 1998. – 21 квітня.
81. Методические рекомендации по оценке экономической эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования. Официальное издание. М.,1994.
82. Методика составления бизнес-плана инвестиционного проекта / Бизнес. - 1996. - № 13-15, 17-18.
83. Мних Є. В. Аналіз і оцінка виробничої діяльності підприємства. - К.: . – 1994, 104 с.
84. Москвін С. Методичні рекомендації по розробці фінансового плану інвестиційного проекту //Фінансова Україна. – 1995. – Березень-травень.
85. Негашев Е. В. Анализ финансов предприятия в условиях рынка: Учебное пособие. -М.: Высш.шк., 1997. –122 с.
86. Новітні технології - в практику кондитерських підприємств //Харчова і переробна промисловість. 2000. – квітень. – с.16-17, 20-21.
87. Норкорт Д. Принятие инвестиционных решений: Пер. с англ. под ред. Шохина А.Н.- М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997.
88. Обзор кондитерской промышленности Украины //Бизнес. –2000.-№ 54.
89. Орлов П. Оцінка ефективності інвестицій. //Економіка України. – 1997. - № 1, с.30-36.
90. Основні показники діяльності ЗАТ “Укркондитер” за 1997, 1998, 1999, 2000 роки.
91. Павлов С. Методика оценки инвестиционной привлекательности предприятия. // Економист. - 1992. - № 12.
92. Пальчики оближеш // Бизнес. - 1998.- 14 декабря.
93. Панасюк Б., Панасик О. Інвестування за рахунок внутрішніх резервів //Економіка України. – 1997.- № 3.- с. 14-17.

94. Пащенко Т. Оценка инвестиционного потенциала предприятия //Бизнес-информ.- 1998.- № 6.
95. Пересада А. А. Інвестиційний процес в Україні.- К.: Лібра, 1998. –392 с.
96. Петраков Н. Я. Инвестиционно – финансовый портфель. – М.: Соминтек,1993. – 392 с.
97. Покропивний С. Ф. Економіка підприємств. – Видання 2-ге, перероблене та доповнене. – К.: КНЕУ, - 2000. – 528 с.
98. Пушкар М. С.Тенденції та закономірності розвитку бухгалтерського обліку в Україні (теоретико-методологічні аспекти): Монографія. – Тернопіль : Економічна думка, 1999.- 423 с.
99. Ричард Томас. Количественные методы анализа хозяйственной деятельности /Пер. с англ. – М.: Издательство «Дело и сервис», 1999. – 432с.
100. Рубштейн В. И., Поляков В. Б. Инвестиционное проектирование // Деньги и кредит. – 1995. - № 1.- с.54 -58
101. Русак Н. А., Русак В. А. Финансовый анализ субъекта хозяйствования: Справ. пособие.- Мн.: Выш.шк., 1997.- 309с.
102. Ризик у господарській діяльності // Фондовый рынок.-2000.- № 23.- с.12
103. Савицкая Г. В. Анализ хозяйственной деятельности предприятия: 4-е издание, переработанное и дополненное.- Минск. ООО «Новое издание», 2000. – 688 с.
104. Савчук В. П., Прилипко С. И., Величко Е. Г. Анализ и разработка инвестиционных проектов. – Учебное пособие.- Киев: Абсолют –В, Эльга, 1999. –304 с.
105. Святківська Єлизавета. “Коровка”, “Тузик”, “Белочка” и черный шоколад. /Агро перспектива. - 2001. - № 4. – С. 8-11
106. Стандарти бухгалтерського обліку в Україні. // Все про бухгалтерський облік. – 1999. - № 88. – с.2-22.
107. Статистичний щорічник України за 1999 рік /Державний комітет статистики України . – К.: Українська енциклопедія, 1999. – 618 с.

108. Статистичний щорічник України за 2000 рік /Державний комітет статистики України . – К.: Українська енциклопедія, 2000. – 621 с.
109. Стоун Д., Хитчинг К. Бухгалтерский учет и финансовый анализ: Подготовительный курс. – М.: Сирин, 1998. –302 с.
110. Стоянова Е. С. Финансовый менеджмент. – М.: Перспектива, 1996.
111. Торський В. Г. Теория и практика маркетинга. – Одесса.: ОГМА.- 1993. – 131 с.
112. Уніят А. В. Система коефіцієнтів для аналізу фінансової стійкості. Наукові записки. Збірник наукових праць викладачів і аспірантів кафедри економічного аналізу ТАНГ.- Тернопіль, 1999 р.
113. Уніят А. В. Бухгалтерська звітність: зміни, підходи, аналітичні можливості. Наукові записки. Збірник наукових праць викладачів і аспірантів кафедри економічного аналізу ТАНГ.- Тернопіль, 2000 р.
114. Уніят А. В. Аналіз методичних підходів до оцінки економічної ефективності інвестиційних проектів. Наукові записки. Збірник наукових праць викладачів і аспірантів кафедри економічного аналізу ТАНГ.- Тернопіль, 2001 р.
115. Уніят А. В. Аналіз інвестиційних потреб проекту та джерел їх фінансування Збірник наукових праць Кафедри економічного аналізу. Випуск 10. – Тернопіль: Видавництво “Економічна думка”, 2001 р.
116. Уніят А. В. Особливості формування інвестиційної стратегії підприємства в сучасних умовах Економіка: проблеми теорії та практики. Збірник наукових праць . Випуск 83. – Дніпропетровськ: ДНУ. 2001 р.1
117. Уніят А. В. Страхування ризиків, пов'язаних з інвестиційними проектами. Актуальні проблеми міжнародних відносин: Збірник наукових праць – Вип. 26. – К.: ВПЦ “Київський університет”, Інститут міжнародних відносин, 2001 р.

118. Уніят А.В. Особливості фінансового аналізу інвестиційних проектів. / Вісник Державного технічного Університету ім. І. Пулюя. Випуск 1. Серія Економіка – Тернопіль, 2001 р.
119. Уніят А.В. Особливості оцінки інвестиційної привабливості підприємства. / Труди Всеукраїнської наукової конференції студентів та молодих учених “Управління розвитком соціально-економічних систем: глобалізація, підприємництво, стале економічне зростання”. Частина 2, Донецьк 2000. – с. 220 – 223.
120. Уніят А.В. Залучення інвестицій у кондитерську промисловість України. “Шляхи активізації вітчизняного виробництва: теорія та практика, проблеми підготовки фахівців” Матеріали Всеукраїнської наукової конференції 25- 26 травня 2001 р., м. Хмельницький. – с. 260 – 263.
121. Уніят А.В. Концептуальна сутність аналізу інвестиційного проекту. /Збірник наукових праць кафедри економічного аналізу. Випуск 11.- Тернопіль: “Економічна думка”, 2001р.- с.
122. Фацевский В. И. Об анализе платежеспособности и ликвидности предприятия //Бухгалтерский учет. – 1997. -№ 11, с.27-28
123. Фальцман В. К. Оценка инвестиционных проектов предприятий. – М.: ТЕНС, 1999. –56 с.
124. Федоренко В., Гойко А. Инвестознавство. Підручник /За наук. Ред. В. Г. Федоренка. - К.: МАУП, 2000. – 408 с.
125. Финансовый анализ инвестиционных проектов – методика разработки бизнес-плана инвестиционного проекта // Бизнес. – 1996. - № 17.
126. Фінансова звітність за національними Положеннями (стандартами) бухгалтерського обліку. Практичний посібник.- К.: Лібра, 1999. –336 с.
127. Фурман В.М. Формування вітчизняними підприємствами стратегії на фондовому ринку. // Фондовый рынок. – 1999. - № 13. – С.2-3.

128. Хачатурян Ф. Повышение стоимости участия акционеров: оптимальные модели управления //Український інвестиційний журнал. - 2000. - № 2. - с.5-13.
129. Хелферт Э. Техника финансового анализа \ Пер. с англ. Под ред. Л. П. Белых.- М.: Аудит, ЮНИТИ,1996. 663 с.
130. Четыркин Е. М. Финансовый анализ производственных инвестиций. - Дело,1998.- 233 с.
131. Чумакова І. Аудит і оцінка економічної ефективності інвестицій підприємства // Бухгалтерський облік і аудит. -1997. - № 9,27-29.
132. Швандар В. А., Богатин Ю. В. Оценка эффективности инвестиций и обоснование предпринимательского проекта //Финансы. - 2000. - № 9. С.16-19.
133. Шам Н. Методика межотраслевого анализа финансового состояния предприятия //Бизнес-информ. - 1998. - № 23-24. - с. 82-83.
134. Шарп У., Александер Г. Дж.Бейли Инвестиции: - М.: ИНФРА-М,1997.
135. Швиданенко Г.О., Оголь О. В., Заїкіна В. В. Обґрунтування інвестиційних проектів у процесі трансформації форм власності: Навч. посібник / За заг. ред. Г.О. Швиданенко. - К.: КНЕУ, 1998. - 172 с.
136. Шевчук В. Я., Рогожин П. С. Основы инвестиційної діяльності, - К.: Генеза, 1997. - 266 с.
137. Шеремет А. Д., Сайфулин Р. С. Методика финансового анализа.- М.: ИНФРА-М.- 1996.- 176 с.
138. Шилов Э. Д., Кухленко О. В., Гойко А. Ф. Методы оценки эффективности и привлекательности инвестиционных проектов (методические рекомендации) - К.: КГТУСА, - 1996. - 91 с.
139. Шкарабан.С.І., Сапачов М.І. Економічний аналіз діяльності промислових підприємств. - Тернопіль, ТАНГ, 1999. - 405с.
140. Ahuia H.N., Arunochlam V. Risk Evaluation Resourke Allokation // Journal of the Construction Engineering and Management, 1984/ - Vol.110, p.324-336.

141. Mikroökonomie: Studien- und Arbeitsbuch/ von Edwin v. Böventer, Gerchard Ilbing, Robert Koll. – 4,durchges. Aufe -. München, Wien Oldenbourg, 1994.
142. Theoretische Volkswirtschaftslehre / Von Manfred Weimann/- München: Vahlen,1996.