КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

ІМЕНІ ТАРАСА ШЕВЧЕНКА

**КУХТА ПАВЛО ВОЛОДИМИРОВИЧ**

УДК 330.322:658.152

УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЮ ДІЯЛЬНІСТЮ

ПІДПРИЄМСТВ УКРАЇНИ

**08.00.04 – економіка та управління підприємствами**

**(за видами економічної діяльності)**

**АВТОРЕФЕРАТ**

**дисертації на здобуття наукового ступеня**

**кандидата економічних наук**

**КИЇВ – 2008**

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана на кафедрі менеджменту інноваційної та інвестиційної діяльності Київського національного університету імені Тараса Шевченка.

**Науковий керівник:** доктор економічних наук, професор,член-кореспондент АПН України, Заслужений діяч науки і техніки України **ЧЕРВАНЬОВ Дмитро Миколайович,** Київський національний університет імені Тараса Шевченка, професор кафедри менеджменту інноваційної та інвестиційної діяльності.

**Офіційні опоненти:** доктор економічних наук, професор, Заслужений діяч науки і техніки України **КРУПКА Михайло Іванович,** Львівський національний університет імені Івана Франка, завідувач кафедри фінансів, грошового обігу і кредиту;

кандидат економічних наук, доцент **МЕРТЕНС Олександр Володимирович,** Міжнародний інститут бізнесу, ректор.

Захист дисертації відбудеться 26 березня 2008 р. о 14 годині на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 26.001.12 Київського національного університету імені Тараса Шевченка за адресою: 03022, м. Київ, вул. Васильківська, 90-а, ауд. 203.

З дисертацією можна ознайомитися у Науковій бібліотеці ім. М.Максимовича Київського національного університету імені Тараса Шевченка за адресою: 03022, м. Київ, вул. Володимирська, 58, к. 12.

Автореферат розісланий 25 лютого 2008 р.

Вчений секретар

спеціалізованої вченої ради, доцент О.І. Жилінська

**ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ**

**Актуальність теми.** В умовах структурної перебудови економіки України успішність вирішення накопичених проблем в управлінні інвестиційною діяльністю вітчизняних підприємств забезпечується вивченням вітчизняної та зарубіжної практики прийняття управлінських рішень у галузі розробки інвестиційної стратегії, виборі напрямів і методів інвестування, обґрунтування доцільності реальних та фінансових інвестицій на основі використання сучасних методів оцінювання економічної ефективності. Удосконалення управління інвестиційною діяльністю підприємства є невід’ємною складовою стабілізації вітчизняного виробництва, інноваційного розвитку. Ефективне управління інвестиційною діяльністю дозволяє забезпечувати високі темпи економічного розвитку підприємств, максимізацію доходів, зростання конкурентоспроможності продукції на внутрішньому і зовнішніх ринках.

Чинний в Україні механізм управління інвестиційною діяльністю підприємств характеризується недостатньою розвиненістю таких його елементів як: фінансово-кредитні складові інвестиційного процесу відтворення капіталу, формування ресурсів та джерел інвестування на підприємстві, політика державного регулювання інвестиційної діяльності, комплекс методичних питань, пов’язаних з оцінкою ефективності інвестування у діюче виробництво. Вітчизняні підприємства не мають конкретної методики оцінювання вартості капіталу та визначення оптимальної його структури, що не дозволяє їм ефективно управляти інвестиційними ресурсами та знижує потенційну прибутковість їх господарської діяльності. Це потребує подальшого поглибленого дослідження всіх складових інвестиційної діяльності та відповідного вдосконалення управління нею в умовах розвитку ринкової економіки. Однією з головних проблем у формуванні системи ефективного управління інвестиційною діяльністю підприємств є відсутність методичного забезпечення комплексного оцінювання ринкової вартості підприємства загалом та інвестиційних проектів зокрема.

Проблемам управління інвестиційною діяльністю у своїх роботах приділяли увагу багато зарубіжних учених-економістів: У. Шарп, Дж. Кейнс, Л. Гітман, М. Джонк, С. Беренс, П. Хавранек, Ф. Модільяні, М. Міллер, І. Ансофф, а також вітчизняні вчені: І.О. Бланк, А.А. Пересада, М.І. Крупка, О.В. Мертенс, В.Г. Федоренко, С.М. Ілляшенко, В.П. Савчук, М.П. Денисенко, І.О. Лютий, В.С. Пономаренко, С.К. Реверчук й ін. Дослідження стратегічних проблем управління інвестиційною діяльністю здійснювали: І. Ансофф, І.О. Бланк, С.М. Ілляшенко, В.С. Пономаренко, С.К. Реверчук й ін.; оцінювання фінансового результату від інвестиційної діяльності та ефективності використання інвестиційних ресурсів: В.П. Савчук, О.В. Мертенс та ін. Значний внесок у розробку проблем державної інвестиційної політики та управління інвестиціями належить українським вченим Д.М. Черваньову, А.А. Пересаді, М.І. Крупці, В.С. Пономаренку, П.А. Орлову, а також російським ученим С.В. Валдайцеву, В.В. Ковальову, Р.А. Фатхутдінову, В.В. Шеремету, П.Л. Віленському, В.Н. Лівшицю та ін.

Актуальність проблеми, її практичне значення і недостатня теоретико-методична розробленість зумовили вибір теми дисертації, формулювання мети і завдань дослідження.

**Зв’язок роботи з науковими програмами, планами, темами*.*** Дисертаційна робота є складовою науково-дослідної роботи кафедри менеджменту інноваційної та інвестиційної діяльності Київського національного університету імені Тараса Шевченка за комплексною темою “Розвиток внутрішнього ринку України в умовах глобалізації: закономірності та протиріччя” (номер державної реєстрації 06 БФ 040–01), розділ “Інноваційно-інвестиційні чинники формування внутрішнього ринку України в умовах глобалізації”, у межах якої автором розроблено теоретико-методичні засади управління інвестиційною діяльністю підприємств України.

**Мета й завдання дослідження*.*** Мета дослідження полягає у розвитку теоретичних засад управління інвестиційною діяльністю та розробці методичного забезпечення прийняття інвестиційних рішень на підприємствах, практичних рекомендацій, спрямованих на підвищення ефективності інвестиційної діяльності підприємств України.

Для досягнення цієї мети в роботі були поставлені і вирішені завдання:

– узагальнити теоретичні підходи до розкриття сутності категорії “інвестиції”, конкретизувати економічну сутність інвестиційної діяльності;

– розкрити теоретичні основи формування механізму управління інвестиційною діяльністю підприємства за умов ринкової економіки, визначити головні передумови розробки ефективної інвестиційної стратегії підприємства;

– проаналізувати складовіта визначити особливості процесу формування інвестиційних ресурсів на підприємствах України, оцінивши роль і місце окремих джерел у забезпеченні їх інвестиційної діяльності;

– розкрити переваги та недоліки основних методичних підходів до оптимізації структури джерел інвестиційних ресурсів підприємства;

– визначити основні принципи й узагальнити послідовність прийняття управлінських рішень щодо доцільності здійснення реальних інвестицій;

– систематизувати існуючі в сучасній практиці моделі оцінювання вартості капіталу підприємства, проаналізувати можливості та обґрунтувати доцільність їх застосування й адаптації на підприємствах України;

– узагальнити і систематизувати досвід вітчизняних учених щодо формування й застосування методик оцінки доцільності реалізації інвестиційних проектів, провести аналіз існуючих у зарубіжній практиці методик визначення ефективності реальних інвестицій;

– визначити основні тенденції розвитку інвестиційної діяльності на підприємствах України та перспективні напрямки удосконалення чинної системи державного регулювання інвестиційної діяльності вітчизняних підприємств;

– розробити комплексну аналітичну модель оцінювання вартості капіталу як джерела інвестиційних ресурсів та інтегральний показник доцільності реалізації інвестиційних проектів за найважливішими економічними складовими для підприємств різних видів економічної діяльності, організаційно-правових форм і масштабів.

**Об’єкт дослідження.** Об’єктом дослідження виступає інвестиційна діяльність підприємств України.

**Предмет дослідження.**Предметом дослідження є теоретичні засади та методичне забезпечення управління інвестиційною діяльністю підприємств.

**Методи дослідження.** Теоретичною та методологічною основою дисертаційного дослідження стали наукові роботи провідних вітчизняних і зарубіжних вчених у сфері інвестиційної діяльності. У процесі дослідження використано такі методи: логічного узагальнення та абстрагування – для уточнення понять “інвестиції” та “інвестиційна діяльність”, інших теоретичних узагальнень і формування висновків; теоретичного пошуку – для дослідження наукової проблематики та вивчення досвіду зарубіжних і вітчизняних науковців; системного підходу, фінансового аналізу, зіставлення – для узагальнення моделей оцінювання вартості капіталу та показників ефективності інвестиційної діяльності підприємств; статистико-економічний – для аналізу сучасного стану та виділення факторів впливу на її розвиток; монографічний – для аналізу потенціалу інвестиційної діяльності підприємств; розрахунково-конструктивний та експериментальний – для оцінювання ефективності інвестиційних проектів; експертних оцінок – для визначення значущості складових критеріїв в інтегральному показнику; графічний – для наочного представлення результатів оцінки стану інвестиційної діяльності в Україні; статистичні (групування, зіставлення, розрахунку інтегрального показника) – для оцінювання ефективності реальних інвестицій підприємства. Практичні розрахунки виконано за допомогою програмного пакету MS Excel.

**Інформаційною базою дослідження** є статистичні дані соціально-економічного розвитку України Державного комітету статистики України, матеріали Міністерства економіки України, законодавчі акти, періодичні видання, наукові збірники, матеріали науково-практичних конференцій, монографії та друковані праці українських і закордонних учених з проблем теорії та практики управління інвестиційною діяльністю підприємств, службова документація та звітно-статистичні дані ВАТ “Укртелеком”.

**Наукова новизна одержаних результатів.** Основним науковим результатом дисертаційної роботи є розвиток теоретичних засад та вдосконалення методичного інструментарію управління інвестиційною діяльністю підприємств. Найбільш суттєві теоретичні та практичні результати, які характеризують новизну дослідження й особистий внесок автора, такі:

*вперше:*

– розроблено комплексну аналітичну модель оцінювання вартості капіталу як джерела засобів формування інвестиційних ресурсів підприємства, яка базується на узагальненні й адаптації сучасного методичного забезпечення оцінювання вартості капіталу до особливостей вітчизняної практики провадження інвестиційної діяльності і дозволяє визначити прийнятну для стратегічного інвестора дохідність вкладеного капіталу, наочно простежувати зміни результуючих складових моделі внаслідок зміни інвестиційної політики підприємства, оцінювати економічну вартість підприємства як суб’єкта на ринку капіталів;

– запропоновано інтегральний показник доцільності здійснення реальних інвестицій підприємства, який дозволяє порівнювати альтернативні проекти з урахуванням їх ефективності за економічними складовими, що відображають вплив інвестування на учасників реалізації проекту, і базується на поєднанні формули евклідової відстані з побудовою відносної функції корисності на скінченій множині за методикою Сааті в частині визначення значущості використовуваних критеріїв; використання такого інтегрального показника уможливлює комплексність оцінювання інвестиційних проектів та підвищення ефективності прийняття інвестиційних рішень на підприємстві;

*удосконалено:*

– методику приведення до теперішньої вартості грошових потоків інвестиційного проекту, що передбачає врахування змін структури та вартості капіталу внаслідок повернення або отримання додаткових позикових засобів, кратності платежів за отриманими позиками в часових інтервалах проекту та дозволяє підвищувати точність оцінювання інвестиційних проектів;

*набули подальшого розвитку:*

– трактування сутності понять інвестицій та інвестиційної діяльності підприємства в частині уточнення визначення основної мети їх здійснення – забезпечення різних форм розвитку підприємства, нагромадження його капіталу і зростання ринкової ціни;

– систематизація принципів оцінювання ефективності реальних інвестицій підприємства, дотримання яких дозволить забезпечувати економічну обґрунтованість проектів та спрощення процедури їх оцінювання, раціональність поведінки суб’єктів господарювання під час їх реалізації;

– визначення управлінських складових інвестиційної діяльності, теоретичних та методичних засад управління процесом формування інвестиційних ресурсів у частині розкриття особливостей оптимізації структури капіталу та розробки ефективної інвестиційної стратегії підприємства;

– обґрунтування можливості та доцільності використання у вітчизняній практиці різних моделей оцінювання вартості капіталу підприємств, переваг та недоліків розрахункових схем визначення грошових потоків інвестиційних проектів, що дозволить інвесторам підвищувати точність аналізу ефективності проекту і повернення вкладених коштів із відсотками за умов не досягнення підприємством планових обсягів реалізації та валових витрат.

**Теоретичне значення** **результатів** дисертаційної роботи полягає в тому, що на основі вивчення вітчизняних та зарубіжних джерел, ознайомлення з практикою діяльності реальних підприємств проаналізовано теоретичні та методичні засади управління інвестиційною діяльністю, що дало змогу вдосконалити понятійний апарат теорії інвестицій уточненням та доповненням термінів, систематизувати основні методичні підходи до оцінювання вартості й оптимізації структури капіталу підприємства, узагальнити досвід застосування сучасних методик обґрунтування доцільності інвестицій, що сприятиме подальшим науковим дослідженням та розвитку теорії управління інвестиційною діяльністю підприємств.

**Практичне значення одержаних результатів** полягає в тому, що їх використання на підприємствах різних видів економічної діяльності та організаційно-правових форм сприятиме активізації інвестиційної діяльності та підвищенню її ефективності. Так, розроблені методичні підходи і обґрунтовані прикладні рекомендації, пов’язані з управлінням інвестиційною діяльністю на підприємствах України, дозволять здійснювати формування ефективних інвестиційних стратегій, забезпечувати досягнення поставлених цілей інвестування; досліджувати зміну отриманих інвестиційних доходів та прибутків у розрізі різних груп інвесторів, визначати вплив зміни співвідношення власних і позикових інвестиційних ресурсів на дохідність інвестицій; обґрунтовувати економічну вартість підприємства у взаємозв’язку з його інвестиційною політикою; оцінювати і порівнювати економічні результати реалізації реальних інвестиційних проектів.

Основні положення, розробки й пропозиції дисертаційної роботи використані в практичній діяльності акціонерного комерційного інноваційного банку “УкрСиббанк” (довідка № 29-10-10/1981 від 19.12.2005 р.), у відділі проектного фінансування ТОВ “Український промисловий банк” (довідка № 3440 від 05.04.2006 р.), на підприємствах ВАТ “Укртелеком” (Актвпровадження результатів дисертаційної роботи від 22.02.2005 р.). Теоретичні розробки дисертаційної роботи використовуються у навчальному процесі економічного факультету Київського національного університету імені Тараса Шевченка при викладанні дисциплін “Аналіз інвестиційних проектів” та “Основи інвестиційної політики” (довідка № 511/20 від 17.01.2007 р.).

Розроблені прикладні рекомендації можуть бути використані підприємствами різних форм власності та видів економічної діяльності для визначення доцільності здійснення ними інвестицій.

**Особистий внесок здобувача.** Основні положення і висновки дисертації розроблені автором особисто і містяться в одноосібних наукових працях.

**Апробація результатів дисертації.** Наукові положення основних результатів дослідження та їх практичне застосування обговорювалися та отримали позитивну оцінку на науково-практичних конференціях: “Методологія та практика менеджменту на порозі ХХІ століття: загальнодержавні, галузеві та регіональні аспекти”, м. Полтава (11–12 травня 2000 р.); “Теоретичні та прикладні проблеми формування ринкової структури економіки України”, м. Київ (15 березня – 25 квітня 2000 р.); “Інноваційно-інвестиційний розвиток економіки України”, м. Київ (24 квітня 2002 р.); “Шевченківська весна. Сучасний стан науки: досягнення, проблеми і перспективи розвитку”, м. Київ (14–15 квітня 2003 р.); “Науково-технічний розвиток: економіка, технології, управління”, м. Київ (9–12 квітня 2003 р.); “Проблеми активізації інноваційної та інвестиційної діяльності вітчизняних підприємств”, м. Київ (26 квітня 2004 р.); “Теорія і практика корпоративного управління в Україні: реалії та перспективи розвитку”, м. Київ (22–23 квітня 2005 р.); “Шевченківська весна. Актуальні проблеми економічного розвитку в глобальному середовищі”, м. Київ (2–3 березня 2006 р.); “Інноваційний розвиток менеджменту в сучасних умовах”, м. Київ (16–17 травня 2007 р.).

**Публікації.** Результати дисертаційного дослідження висвітлено в 7 публікаціях загальним обсягом 3,2 д.а., з них 6 одноосібних статей у наукових фахових виданнях.

**Обсяг і структура дисертації.**Робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел та додатків. Основний обсяг роботи – 173 сторінки, рисунки займають 4 сторінки, таблиці – 2 сторінки; список використаних джерел (191 найменування) – 17 сторінок; 16 додатків – 144 сторінки.

**ОСНОВНИЙ ЗМІСТ РОБОТИ**

У**вступі** обґрунтовано актуальність теми дисертації; розкрито зв’язок дисертації з науковими програмами, визначено мету, завдання, об’єкт і предмет дослідження, теоретичну і методологічну основу роботи, інформаційну базу, сформульовано наукову новизну та практичне значення одержаних результатів.

У першому розділі ***„Теоретичні основи управління інвестиційною діяльністю підприємств”*** проведено аналіз понять “інвестиції” та “інвестиційна діяльність”, розкрито форми здійснення інвестицій; визначено особливості управління формуванням інвестиційних ресурсів та охарактеризовано основні управлінські складові провадження інвестиційної діяльності на підприємстві.

На основі узагальнення теоретичних підходів до визначення поняття „інвестиції” в дослідженні обґрунтовано, що основною метою інвестицій на підприємстві є забезпечення різних форм його розвитку і нагромадження капіталу, а поняття інвестиційної діяльності доцільно розглядати в контексті сподівань зацікавлених сторін на успішний економічний розвиток і довготермінове зростання ціни підприємства. Згідно із сучасною концепцією управління, спрямованого на зростання добробуту, інвестиційну діяльність підприємства визначено як сукупність операцій, пов’язаних із реалізацією проектів для отримання довготермінового зростання його ринкової ціни.

Показано, що тлумаченню українським законодавством форми капітальних інвестицій як придбання матеріальних та нематеріальних активів, що підлягають амортизації, найбільш адекватним є термін “реальні інвестиції”, який набув широкого застосування у світовій практиці, а поділ інвестицій на прямі та портфельні проведено за різними класифікаційними ознаками, що також потребує уточнень відповідно до загальноприйнятої практики у розвинених країнах.

У роботі охарактеризовано такі найважливіші управлінські складові інвестиційної діяльності, як: інвестиційні програма, стратегія і політика підприємства; функції управління та принципи побудови механізму управління інвестиційною діяльністю. Зокрема встановлено, що для забезпечення відповідності інвестиційної стратегії сучасним вимогам, вона обов’язково має бути узгодженою із сукупністю потенційних інвестиційних ресурсів підприємства, визначеною за термінами досягнення мети; оптимально поєднувати очікувану прибутковість та можливі ризики і невизначеність умов реалізації інвестиційних програм. Постійне відстеження результатів втілення інвестиційної стратегії та порівняння зі встановленими цілями є невід’ємною умовою успішної результативності програм розвитку підприємства при змінах зовнішнього і внутрішнього середовища. У роботі розкрито існуючі підходи до визначення поняття “інвестиційна політика підприємства”, за підсумковим висновком вона забезпечує розробку найбільш ефективних шляхів реалізації стратегічних цілей інвестиційної діяльності за конкретними періодами, напрямками її реалізації та оцінювання результативності.

Проведений аналіз особливостей управління формуванням інвестиційних ресурсів на підприємстві засвідчив, що наявні методики обґрунтування оптимальної структури капіталу підприємства не враховують терміни реалізації проектів та використаних джерел їх фінансування, а також вартість грошей у часі, що при істотних розходженнях у схемах фінансування не дає змоги вибрати найбільш оптимальний варіант. Залежно від пріоритетів цільової структури капіталу вибір оптимального співвідношення джерел фінансування потребує одночасного врахування багатьох чинників, що в межах однієї методики виконати у повному обсязі є неможливим. Проте у працях вітчизняних та закордонних економістів не пропонується жодного методу комплексного формалізованого врахування сукупності можливих факторів при визначенні оптимальної структури капіталу підприємства.

Застосування у вітчизняній практиці методів оптимізації структури капіталу, що набули розповсюдження в зарубіжній практиці, є практично неможливим унаслідок нерозвиненості вітчизняного фондового ринку, оскільки вони базуються переважно на врахуванні реакції ринку на зміну фінансового левериджу підприємства. Більшість методів оптимізації структури інвестиційних ресурсів не враховує можливість зміни джерела фінансування у процесі реалізації проекту.

У другому розділі ***„Обґрунтування управлінських рішень в інвестиційній діяльності підприємств”*** систематизовано основні принципи оцінювання ефективності реальних інвестицій, проаналізовано можливості та обґрунтовано доцільність застосування у вітчизняній практиці існуючих моделей оцінювання вартості капіталу підприємств, проведено аналіз сучасних методик і розрахункових схем оцінювання показників ефективності реальних інвестиційних проектів.

Результати систематизації принципів оцінювання ефективності реальних інвестицій засвідчили, що експертизу проектів необхідно здійснювати за єдиними методологічними, методичними та операційними принципами, що дозволяють забезпечити раціональність поведінки господарюючих суб’єктів незалежно від змісту і цілей проекту; економічну обґрунтованість проектів та, за умови забезпечення необхідної точності оцінок, максимальне спрощення процедури їх оцінювання. Розробка управлінського рішення стосовно доцільності інвестицій має також забезпечуватися рівнем кваліфікації відповідальної особи та якістю технічних засобів для прийняття рішень. Витрати на розробку проектних рішень і тривалість цього процесу мають бути мінімальними за дотримання відповідності рівня якості рішення. Необхідно брати до уваги і такі принципи, що ґрунтуються на практичному досвіді, конкретизують загальні принципи для певної ситуації. За сучасних умов розвитку суспільства слід враховувати й соціально-етичні, екологічні принципи, що слугують інтересам як самого підприємства, так і регіону, де провадиться економічна діяльність підприємства. Дотримання таких принципів знаходить своє відображення у високих темпах розвитку підприємства та зростанні його прибутковості, збереженні стійкості і платоспроможності, мінімізації ризиків та забезпеченні прискорення реалізації проектів.

Проведений аналіз існуючих моделей оцінювання вартості капіталу підприємств показав, що їх застосування в оригінальному вигляді ускладнено загальною нерозвиненістю інвестиційних ринків України, альтернативні підходи є складними в застосуванні, оскільки потребують значного масиву обґрунтованих і достовірних статистичних даних про динаміку змін вихідних показників. Так, жодна з модифікацій моделей оцінювання вартості власного капіталу не може точно передбачити його вартість, тож усі моделі можуть призвести до різних результатів. Математичні удосконалення моделей, як свідчить практика, складні у сприйнятті фахівцями на підприємствах. Тому найбільш доцільно, визначивши вартість власного капіталу за декількома моделями, для подальших розрахунків та аналізу брати або максимальне з отриманих значень, або ж усереднене з достовірних оцінок (відповідно до встановлених цілей експертизи). В особливо складних випадках доцільно використовувати модифікації моделі прибутку на власний капітал підприємства. Таким чином, було зроблено висновок щодо необхідності подальшого пошуку простих і наочних методів, що можуть бути використані за сучасних умов господарювання в Україні.

Аналіз вітчизняних і зарубіжних методик та підходів до оцінювання ефективності реальних інвестицій засвідчив, що найбільш доцільно оцінювати ефективність інвестиційних проектів на основі показника модифікованої внутрішньої норми дохідності власного капіталу з класифікацією усіх від’ємних грошових потоків віддачі за проектом як додаткових вкладень, у разі потреби доповнюючи аналіз визначенням індексу дохідності власного капіталу. Розрахункова схема власного капіталу повністю відображає прогнозовані моменти неплатоспроможності за конкретним проектом – як із виплати відсотків за отримані позики, так і щодо погашення основної частини боргу. Ця гнучка й ілюстративна схема дає змогу відстежити такі моменти і проаналізувати, яким чином позначиться на можливості погашення боргу та загальній ефективності проекту відстрочення виплат.

Традиційний підхід до оцінювання показників ефективності проекту приховує такі моменти, не дає змоги показати величину отриманого чистого прибутку за роками аналізу, як це суперечливо робиться у сучасній практиці. Зазначено, що не можна прирівнювати величину чистого грошового потоку у вітчизняних умовах, визначеного відповідно до існуючої практики його розрахунку у США, Великій Британії або Німеччині. Ці величини, що зазвичай позначаються однаково, не є співставними, оскільки розраховуються за різними правилами. Також не може вважатися правомірним коригування від’ємних величин прибутку до оподаткування, визначеного за розрахунковою схемою власного капіталу, якщо підприємство у цей час не реалізує інших прибуткових проектів або не має грошових доходів за результатами певних видів господарської діяльності.

Обґрунтовано, що при визначенні доцільності реалізації проекту за традиційним підходом не можна розраховувати єдину ставку приведення до теперішньої вартості для всіх грошових потоків, якщо інвестиції в проекті, здійснюються не одноразово на весь його термін, а послідовно, протягом декількох періодів і на різні терміни. У таких випадках запропоновано враховувати зміни структури та вартості капіталу, що відбулися внаслідок повернення або отримання додаткових засобів фінансування, кратність платежів за отриманими позиками в часових інтервалах проекту.

За результатами порівняльного аналізу вітчизняних та зарубіжних методик визначення доцільності здійснення реальних інвестицій зроблено висновок, що у вітчизняних методиках основна увага приділялася оцінці народногосподарського економічного ефекту, а в зарубіжних, навпаки, увага акцентується на розрахунку фінансового ефекту. Такий підхід означає вибір ефективного проекту з точки зору фінансових інтересів, але він може суперечити інтересам суспільства. Тому за сучасних умов, коли зростає негативний вплив економічної діяльності суб’єктів господарювання на навколишнє середовище, оцінювання ефективності інвестицій має враховувати й народногосподарські інтереси. При визначенні екологічної, соціальної та організаційної ефективності норму дисконту необхідно розглядати як національний параметр і встановлювати централізовано органами влади з урахуванням прогнозів соціально-економічного розвитку країни. Її доцільно приймати на рівні ставок відсотків за довготерміновими позиками, що надаються країні світовими фінансовими інституціями. Бюджетну норму дисконту, виходячи зі співвідношення попиту та пропозиції на бюджетні засоби, доцільно приймати на рівні реальної ставки рефінансування НБУ.

У третьому розділі ***„Удосконалення управління інвестиційною діяльністю підприємств України”*** визначено напрями вдосконалення державного регулювання інвестиційної діяльності підприємств України, розроблено комплексну аналітичну модель оцінювання вартості капіталу підприємств, запропоновано інтегральний показник доцільності реалізації інвестиційних проектів.

Уповільнення економічного зростання в Україні свідчить, що система державних регуляторів не забезпечує належної підтримки інвестиційної діяльності підприємств. При загальному падінні ВВП наявні обсяги інвестицій є недостатніми. Оптимальною для забезпечення високих темпів розвитку країни є частка інвестицій в основний капітал у ВВП, порахованому за витратами до 25 % і більше, а понад 70 % приросту ВВП розвинених країн забезпечується інвестуванням інноваційних процесів, на що спрямовується до 15 % сукупних інвестицій у країні.

За результатами проведеного аналізу зроблено висновок, що до 2 / 3 капіталовкладень в економіці України фінансується за рахунок власних коштів підприємств та організацій, із них у 2006 р. 17,2 % становили амортизаційні відрахування, в 2005 р. – відповідно 14,1 %. Аргументовано, що, беручи до уваги наявні обсяги зростання виробництва в Україні, робити зараз акцент тільки на прибутку як основному джерелі фінансування інвестиційних витрат у технічний розвиток підприємств немає сенсу. Як свідчать дані, наведені в таблиці, співвідношення інвестицій в основний капітал освоєних за рахунок різних джерел фінансування за роками аналізу змінюється із збільшенням частки банківських кредитів та інших позик (в 2000 р. – 1,7 %, у 2005 р. – 14,8 %). За потреби в негайному та масштабному технічному переозброєнні вітчизняних підприємств, саме їх залучення набуває критичного значення.

Таблиця

**Інвестиції в основний капітал по Україні за джерелами фінансування1**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Джерела фінансування | Освоєно за роками  (у фактичних цінах),  млн. грн. | | | У % до загального обсягу  за роками | | |
| 1999 | 2002 | 2006 | 1999 | 2002 | 2006 |
| **Всього** | 17552 | 37178 | 125254 | 100 | 100 | 100 |
| *у т.ч. за рахунок коштів:* |  |  |  |  |  |  |
| – державного бюджету | 1341 | 1863 | 6846 | **7,6** | 5,0 | 5,5 |
| – місцевих бюджетів | 686 | 1365 | 5446 | **3,9** | 3,7 | 4,3 |
| – підприємств та  організацій | 12370 | 24470 | 72337 | **70,5** | 65,8 | 57,8 |
| – іноземних інвесторів | 677 | 2068 | 4583 | **3,9** | 5,6 | 3,7 |
| – кредитів банків та  інших позик | 132 | 1985 | 19406 | **0,8** | 5,3 | 15,5 |

1 Розраховано за даними: Капітальні інвестиції (2002-2006 рр.) \\ Офіційний веб-сайт Держкомстату України. – Web: http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2005/ibd/ibd\_rik/ibd\_u/ ki\_u.html; Капітальні інвестиції у 2006 році \\ Офіційний веб-сайт Держкомстату України. – Web: http://www.ukrstat.gov.ua/imf/express/expr2007/0407/96.zip; Статистичний щорічник України за 2002 рік / Держкомстат України: За ред. О.Г. Осауленка; Відп. за вип. В.А. Головко. – К.: Техніка, 2003. – С. 229.

Для активізації процесів продуктивного інвестування необхідна низька реальна процентна ставка за кредитами – до 10 % річних, відстрочення виплат до закінчення освоєння виробничих потужностей, переорієнтація інтересів банків від діяльності на ринку цінних паперів до інвестування реального виробництва. У розвиненій ринковій економіці підвищення реальної відсоткової ставки на 1 % скорочує інвестиції в нове обладнання на 10–15 %. Для розширення обсягів довготермінового інвестування слід забезпечити розвиток комерційного кредиту із введенням вексельного обігу. Досвід розвинених країн свідчить, що додаткова грошова маса, яка утворюється в результаті банківської експансії і спрямовується на розвиток реального виробництва, забезпечує відповідне збільшення пропозиції товарів та послуг і виконує дефляційну функцію, сприяє зростанню купівельної спроможності грошей. Держава повинна стимулювати вкладання капіталів у сфери, які мають ключове значення для розвитку національної економіки, це слугуватиме імпульсом до дифузії нововведень в інші види економічної діяльності.

У роботі проаналізовано результати експертних досліджень про вплив іноземних інвестицій на стан економіки України і констатовано, що вони на теперішній час відчутно не сприяють розв’язанню завдань, визначених пріоритетними (реструктуризація підприємств, технологічне оновлення виробництв, подолання залежності від імпорту). Стратегічне завдання забезпечення подальшого розвитку економіки полягає у припиненні відпливу капіталів з України і створенні умов для продуктивного функціонування їх в економіці нашої держави.

Розроблено та побудовано на базі електронних таблиць Excel комплексну аналітичну модель оцінювання вартості капіталу підприємств, яка дає змогу визначити вартість складових джерел інвестиційних ресурсів підприємства, наочно простежувати зміни результуючих складових моделі внаслідок зміни інвестиційної політики підприємства, оцінити мінімально прийнятну та найбільш реальну ціну підприємства на ринку капіталів. Побудована модель супроводжується відповідними коментарями до розрахунків і шкалою прийнятних значень у примітках до електронних клітин. У разі необхідності вона може бути легко адаптована до поточних умов господарської діяльності підприємств різної організаційно-правової форми та видів економічної діяльності. Модель узагальнює сучасний методичний інструментарій оцінювання вартості капіталу з урахуванням особливостей вітчизняної практики здійснення інвестиційної діяльності підприємств.

Розроблену модель було апробовано з позитивними висновками та прийнято до використання в інвестиційній діяльності на підприємствах ВАТ “Укртелеком” і при визначенні доцільності кредитування суб’єктів господарювання акціонерним комерційним інноваційним банком “УкрСиббанк”, у відділі проектного фінансування ТОВ “Український промисловий банк”.

У роботі зафіксовано недоліки існуючих інтегральних методик визначення доцільності здійснення інвестицій, і на основі цього запропоновано підхід, що передбачає врахування сукупності взаємопов’язаних складових елементів, які відбивають вплив інвестування на сторони, зацікавлені в реалізації проекту; та складається з показників, які характеризують важливі фактори впливу на ефективність інвестицій. Розрахунок інтегрального показника доцільності реалізації інвестиційного проекту запропоновано здійснювати за модифікованою формулою евклідової відстані – від значення еталону до конкретних величин критеріїв, що оцінюються, з побудовою відносної функції корисності на скінченій множині за методикою Сааті в частині визначення значущості використовуваних критеріїв:

де (*ЕЕ*INT)*j* – інтегральна оцінка доцільності реалізації *j*-го проекту (*j*=1, 2, …, *n*), коеф.;

(*ЧЕ*прогн)*ij* – прогнозоване значення *і-*го оціночного показника часткової ефективності інвестиційного проекту (*і*=1, 2, ..., *m*), од. виміру;

(*ЧЕ*оптим)*ij* – найкраще, граничне для цього класу інвестиційних проектів значення *і-*го оціночного показника часткової ефективності, або, для деяких спеціальних критеріїв – його оптимальне рекомендоване значення, розраховане для певного інвестиційного проекту з еталонними характеристиками, од. виміру;

*wі* – значимість (вага) часткового показника ефективності за *і*-тим критерієм (коефіцієнт порівняльної значимості *і*-го показника).

Оскільки низку критеріїв у кількісному вимірі визначити неможливо або коректно оцінити складно, показано доцільним визначати значущість критеріїв за методикою Сааті. Ця методика в оригінальному вигляді має певні обмеження, що не дають застосовувати її у разі необхідності врахування досягнень цільових значень складових показників, як перевищення, так і менші значення яких негативно впливають на привабливість проекту щодо його реалізації. Проте її поєднання з формулою евклідової відстані для визначення значущості використовуваних критеріїв дозволили повною мірою врахувати всі вимоги щодо зазначених особливостей оцінювання проектів.

У роботі відзначено принципи врахування різних критеріїв для дотримання правил односпрямованості змін складових інтегрального показника та максимальні значення, яких вони можуть досягати за сучасних умов господарювання. Обґрунтовано доцільність першочергового введення до розрахунків інтегрального показника таких параметрів проекту, як: модифікована внутрішня норма дохідності власного капіталу (з компаундируванням лише додатних грошових потоків), дисконтований період окупності, структура капіталу та ліквідність активів проекту, коефіцієнти ризикованості та рентабельності інвестицій, показники рівня екологічної, соціальної та організаційної ефективності.

**ВИСНОВКИ**

У дисертації наведено теоретичне узагальнення і нове вирішення наукового завдання щодо розробки теоретичних засад і методичного забезпечення управління інвестиційною діяльністю підприємств України. За результатами проведеного дослідження обґрунтовано такі висновки:

1. Основною метою інвестицій на підприємстві є забезпечення різних форм довготермінового розвитку підприємства і нагромадження його капіталу, а поняття інвестиційної діяльності підприємства доцільно визначати як сукупність операцій, пов’язаних із реалізацією інвестиційних проектів для отримання довготермінового зростання його ринкової ціни.

Потребує уточнень відповідно до загальноприйнятої практики у розвинених країнах поділ інвестицій за формами та ознакою самостійності здійснення.

2. Визначено, що інвестиційна стратегія, як невід’ємна складова успішної діяльності підприємства, має бути узгодженою з його наявними та потенційними джерелами формування капіталу, ґрунтуватися на відстеженні результативності програм розвитку підприємства, враховувати співвідношення інвестиційних ризиків, очікуваної прибутковості та термінів досягнення цілей.

Якісна і всебічна оптимізація співвідношення джерел капіталу підприємства потребує розробки методів комплексного формалізованого врахування сукупності багатьох чинників, які недоцільно ігнорувати через їх важливість, а в межах застосування однієї методики дотримання такого положення в повному обсязі є неможливим.

3. Дотримання єдиних методологічних, методичних, операційних та соціально-етичних принципів оцінювання ефективності інвестицій дозволяє забезпечити високі темпи розвитку та прибутковості господарської діяльності, економічну обґрунтованість проектів, що слугує збалансуванню інтересів підприємства та регіону, в якому провадиться економічна діяльність. Обґрунтування доцільності інвестицій має забезпечуватися рівнем кваліфікації експертів та якістю інструментарію для ухвалення інвестиційних рішень.

4. У вітчизняній економічній науці не приділяється належна увага дослідженню методичних проблем розрахунку вартості капіталу в сучасних умовах господарювання. Поряд із традиційними для розвиненої ринкової економіки методами оцінки необхідний пошук нових підходів, які можуть бути використані в сучасних умовах нестабільного зовнішнього середовища підприємства. Існуючі математичні вдосконалення моделей ускладнені у сприйнятті фахівцями на підприємствах. Поза увагою в оцінці вартості капіталу залишаються методи, які дають змогу комплексно враховувати ризики інвестування.

5. Здійснене обґрунтування переваг та недоліків розрахункових схем визначення грошових потоків інвестиційних проектів дозволить інвесторам підвищити впевненість у результатах аналітичних оцінок ефективності проекту і поверненні вкладених коштів. Запропоноване вдосконалення методики приведення до теперішньої вартості грошових потоків проекту, визначених за традиційним підходом, що передбачає врахування змін структури та вартості капіталу, кратності платежів за отриманими позиками, забезпечить наближення прогнозованої ефективності проекту до фактичних результатів його реалізації. Обґрунтовано доцільність широкого застосування в інвестиційному аналізі показників фінансової ефективності проектів, розрахованих із використанням грошових потоків, визначених за схемою власного капіталу, а також неодмінності врахування народногосподарських інтересів внаслідок постійного зростання негативного впливу на навколишнє середовище господарської діяльності сучасних підприємств.

6. Аргументовано головні напрямки удосконалення діючої системи державного регулювання інвестиційної діяльності підприємств України, зокрема: удосконалення фінансово-кредитного механізму управління інвестиційною діяльністю; удосконалення податкової політики та проведення послідовної амортизаційної політики, що є стимулюючими важелями для всіх видів економічної діяльності; підтримка вітчизняних інвесторів та національного виробництва в реалізації завдань, визначених пріоритетними для економічного розвитку України.

7. Систематизовано сучасний методичний інструментарій оцінювання вартості капіталу з урахуванням особливостей і практики його застосування у вітчизняних умовах, що дозволило розробити комплексну аналітичну модель, яка дозволяє оцінювати вартість як окремих складових капіталу підприємства, так і його зважену середню величину, визначати ціну підприємства та простежувати зміни результуючих складових моделі за коригування його інвестиційної політики. Зручність застосування і практичну цінність розробленої моделі підтверджено експериментально на прикладі ВАТ “Укртелеком”.

8. Відзначено, що існуючі інтегральні методики обґрунтування доцільності реалізації інвестиційних проектів не позбавлені суттєвих недоліків, що обмежує їх застосування на підприємствах. Встановлено, що інтегральний показник за своєю сутністю має враховувати всю сукупність даних про економічну ефективність проекту та передбачати можливість включення будь-яких цільових параметрів, важливих для інвестора. З цією метою запропоновано інтегральний показник доцільності реалізації проекту, який базується на поєднанні формули евклідової відстані з побудовою відносної функції корисності на скінченій множині за методикою Сааті в частині визначення значущості використовуваних критеріїв і дозволяє порівнювати альтернативні варіанти інвестиційних проектів, здійснювати вибір кращого з них.

Застосування розроблених у дисертації висновків, пропозицій і практичних рекомендацій щодо вдосконалення управління інвестиційною діяльністю підприємств дозволить підвищити ефективність досягнення поставлених цілей інвестування та прийнятих управлінських рішень на вітчизняних підприємствах різних видів економічної діяльності та організаційно-правових форм.

**СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗДОБУВАЧА ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ**

1. Кухта П.В. Актуальні аспекти менеджменту інвестиційної діяльності промислових підприємств // Регіональні перспективи. – 2000. – № 2–3 (9–10). – С. 78–79. (0,23 д.а.)

2. Кухта П.В. Методичне забезпечення оцінювання вартості капіталу та оптимізації структури джерел інвестиційних ресурсів підприємства // Регіональні перспективи. – 2003. – № 7–8 (32–33). – С. 48–52; № 9–10 (34–35). – С. 50–53. (1,01 д.а.)

3. Кухта П.В. Традиційний підхід та схема власного капіталу в аналізі економічної ефективності реальних інвестиційних проектів // Науковий вісник Полтавського університету споживчої кооперації України. Серія “Економічні науки”. – 2003. – № 1 (8). – С. 82–89. (0,64 д.а.)

4. Кухта П.В. Перспективи використання моделі ціноутворення на ринку капіталів у практиці оцінювання вартості власного капіталу підприємств України // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Серія “Економіка”. – 2005. – № 74. – С. 36–38. (0,36 д.а.)

5. Кухта П.В. Управління формуванням інвестиційних ресурсів акціонерного товариства // Теоретичні та прикладні питання економіки. –2005. Випуск 8. – С. 130–136. (0,42 д.а.)

6. Кухта П. Актуальність полеміки С.М. Булгакова з марксистською концепцією прогресу в світлі сучасних глобалізаційних процесів в економіці // Наукові записки Тернопільського національного педагогічного університету імені Володимира Гнатюка. Серія “Економіка”. – 2005. – № 18. – С. 101–104. (0,42 д.а.)

7. Кухта П.В. До питання про оптимізацію формування джерел інвестиційних ресурсів підприємства // Матеріали ІІ Міжнародної конференції студентів, аспірантів і молодих вчених “Науково-технічний розвиток: економіка, технології, управління”, 9–12 квітня 2003 р., м. Київ. – С. 324–326. (0,16 д.а.)

**АНОТАЦІЯ**

**Кухта П.В. Управління інвестиційною діяльністю підприємств України. – Рукопис.**

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.04 – економіка та управління підприємствами (за видами економічної діяльності). – Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Київ, 2007.

Робота присвячена комплексному дослідженню теоретичних засад управління інвестиційною діяльністю підприємств України та розробленню методичного забезпечення прийняття інвестиційних рішень. Досліджено основні аспекти формування інвестиційних ресурсів, розкрито управлінські складові здійснення інвестиційної діяльності на підприємстві. Визначено прийнятні для застосування у вітчизняній практиці моделі оцінювання вартості капіталу, проаналізовано доцільність застосування різних методик і розрахункових схем визначення показників ефективності інвестиційних проектів.

Розроблено та запропоновано до використання інтегральний показник доцільності реалізації проектів і комплексну аналітичну модель оцінювання вартості капіталу підприємств, визначено перспективні напрямки вдосконалення державного регулювання інвестиційної діяльності підприємств України.

*Ключові слова:* управління, інвестиції, інвестиційна діяльність, інвестиційна стратегія, вартість капіталу, ціна підприємства, ефективність інвестицій.

**Аннотация**

**Кухта П.В. Управление инвестиционной деятельностью предприятий Украины. – Рукопись.**

Диссертация на соискание учёной степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.04 – экономика и управление предприятиями (за видами экономической деятельности). – Киевский национальный университет имени Тараса Шевченко, Киев, 2007.

Диссертация посвящена комплексному исследованию теоретических основ управления инвестиционной деятельностью предприятий Украины и разработке методического обеспечения принятия инвестиционных решений. Исследовано важные аспекты формирования инвестиционных ресурсов, раскрыто управленческие составляющие осуществления инвестиционной деятельности на предприятии. Определены пригодные к использованию в отечественной практике модели оценки стоимости капитала, проанализировано целесообразность применения разных методик и расчетных схем определения показателей эффективности инвестиционных проектов.

Разработано и предложено к использованию интегральный показатель целесообразности реализации проектов и комплексную аналитическую модель оценки стоимости капитала предприятий, определены перспективные направления совершенствования государственного регулирования инвестиционной деятельностью предприятий Украины.

*Ключевые слова:* управление, инвестиции, инвестиционная деятельность, инвестиционная стратегия, стоимость капитала, цена предприятия, эффективность инвестиций.

**ANNOTATION**

**Kukhta P.V. Management of investment activities at Ukrainian enterprises. – Manuscript.**

The dissertation for Degree of economic sciences at specialty 08.00.04 – economy and management of enterprises (according to types of economic activities). – The Kiev national university of name Taras Shevchenko, Kiev, 2007.

The work is devoted to the complex research of theoretical basis of managing investment activities at Ukrainian enterprises as well as to developing methodic basis of taking investment decisions. The work studies economic nature of investments and determines essentiality and specific features of investment activities at enterprise. Main aspects of investment resources formation are discovered and different concepts (approaches) as to the optimization of capital structure are generalized. The article gives characteristics to such essential management components of performing investment activities at enterprise as: investment programme, investment strategy and investment policy at enterprise, management functions and principles of making mechanism of investment activities management. The work enlightens various scientists’ opinions as to the essentiality of investment policy. The basic principles of real investment efficiency are estimated and systematized.

In this work the candidate analyses already-existed models of enterprise capital estimation, he defines those models which are acceptable to be implemented in Ukrainian economic practice. The work substantiates the necessity of further investigation in order to find simple and clear visual aids and methods that can be implemented at Ukrainian enterprises in modern conditions. The article analyses opportunities and expediency of performing different methods to estimate investment project efficiency. Substantiated arguments given in this work against and for payment schemes and definition of cash flow in investment projects will let investors strengthen their belief in analytic results of project efficiency assessment and possibilities of paying back investments. The methods, which have been used traditionally to estimate the value of project cash flow as to the current value of cash flow, are proposed to update. These new methods involve changes in capital structure and value, loan payment frequency; these improvements provide better coincidence of forecast project efficiency and real results of its implementation. The work substantiates expediency of wide usage of financial performance indices in investment analysis; indices are calculated taking into account cash flow on the basis of payment scheme of personal capital. The work underlines the necessity of considering the local economic interests because we can observe the constant negative influence of modern enterprise activities on our environment.

The disadvantages of current integral methods, which help to understand expediency of investments, are defined. The integral index of project performance expediency, which includes totality of components that reflects the possible influence of various factors on investment results, is developed and proposed.

Based on systematization and analysis of modern methodic instruments to estimate capital value and taking into account peculiarities of its adoption in local circumstances, complex analytical model that allows assessing the value of separate components in enterprise capital as well as total average value, to set a price for enterprise and to monitor changes of essential model components while amending investment policy at enterprise is developed. Convenience and practical importance of this model is proved by experiments while researching vital problems of investment activities’ management at Ukrainian enterprises.

The work provides all arguments for improving state regulations of investment activities at Ukrainian enterprises, for example: improving credit-and-finance mechanism of investment activities management; improving tax policy and using consecutive depreciation policy that consider being stimulating factors in all business industries; support of national investors and national production in implementing tasks that consider to be priorities for economic development of Ukraine.

Implementation of proposals, conclusions and practical recommendations from this dissertation that depicts how to make investment activities at Ukrainian enterprises better would improve effectiveness to reach target goals in investment process and to take management decisions; it would encourage investment activity at enterprise. New approaches would help to make effective investment strategies, to research changes of investment income and profits concerning different groups of investors. They would help to find out impact of changing correlation between personal and borrowed investment resources on the subject of investment profitability and set economic value of enterprise and then to observe some changes in its value due to amending investment policy at enterprise, estimate and compare economic results judging from implementation of real investment projects.

*Keywords:* management, investments, investment activities, investment strategy, capital value, value of enterprise, investments efficiency.