

СУМСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

На правах рукопису

МИРОШНИЧЕНКО ЮЛІЯ ОЛЕКСАНДРІВНА

УДК [658.152:005.2] : [005.521:005.337] (043.5)

**ПРОГНОЗУВАННЯ ПРИБУТКОВОСТІ КАПІТАЛУ ЯК ПЕРЕДУМОВА
ФОРМУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ СТРАТЕГІЇ ПІДПРИЄМСТВА**

Спеціальність 08.00.04 - Економіка та управління підприємствами,
(за видами економічної діяльності)

Дисертації на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник
Теліженко Олександр Михайлович
доктор економічних наук, професор

Суми – 2011

ЗМІСТ

Вступ	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ АСПЕКТИ	
УПРАВЛІННЯ ПРИБУТКОВІСТЮ КАПІТАЛУ	9
1.1 Дослідження природи виникнення прибутку на капітал.....	9
1.2 Аналіз та систематизація методичних підходів до оцінки та прогнозування прибутковості капіталу.....	28
1.3 Аналіз основних тенденцій динаміки прибутковості капіталу промислових підприємств України та формування системи причинно-наслідкових зв'язків що пояснюють її зміну.....	45
Висновки до розділу 1	64
РОЗДІЛ 2. РОЗВИТОК МЕТОДИЧНИХ ПІДХОДІВ ДО ОЦІНКИ ТА	
ПРОГНОЗУВАННЯ ПРИБУТКОВІСТІ КАПІТАЛУ	66
2.1 Вплив інституційного середовища на зміну прибутковості капіталу підприємств України.....	66
2.2 Моделювання впливу інфляційних процесів на прибутковість капіталу.....	98
2.3 Аналіз впливу циклічності та нестабільності економічних процесів на прийняття інвестиційних рішень.....	123
Висновки до розділу 2	141
РОЗДІЛ 3. НАУКОВО-ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ ВПРОВАДЖЕННЯ СИСТЕМИ	
ПРОГНОЗУВАННЯ ПРИБУТКОВІСТІ КАПІТАЛУ НА	
ПІДПРИЄМСТВІ	145
3.1 Побудова економіко-математичної моделі оцінки та прогнозування прибутковості капіталу підприємства.....	145
3.2 Формування інвестиційної стратегії промислових підприємств на основі прогнозу прибутковості.....	157
3.3 Економічно-організаційний механізм впровадження системи управління капіталом на підприємство.....	170
Висновки до розділу 3	175
Висновки	178
Список використаної літератури	184
Додаток А	198
Додаток Б	200
Додаток В	202
Додаток Г	205
Додаток Д	206

Вступ

Актуальність теми. Формування інвестиційної стратегії промислових підприємств України є важливим прикладним економічним завданням виходячи з ряду об'єктивних причин. В умовах підвищення рівня конкуренції та збитковості підприємств, невизначеності та динамічності зовнішнього середовища, розширення можливостей інвестиційної діяльності, появи нових форм її фінансування з одного боку та загострення проблеми обмеженості ресурсів з іншого особливо актуально постає вирішення завдання - розробка механізму та ефективного інструментарію для оцінки і прогнозування прибутковості капіталу з метою прийняття інвестиційних та стратегічних рішень, спрямованих на підвищення конкурентоспроможності та ефективності розвитку підприємства.

Дослідженням сутності та природи виникнення прибутку на капітал й параметрів його оцінки присвячені роботи О. Бланка, А. Дайле, В. Ковальова, Б. Коласса, А. Мертенса, Е. Негашева, Д. Хана, Л. Чорної, А. Шеремета. Формування інвестиційної стратегії промислових підприємств детально розглянуто в наукових працях С. Александрова, Н. Алексеєва, Р. Акоффа, А. Градова, В. Герасимчука, С. Ілляшенка, М. Круглова, В. Ляшенка, Л. Мельника, Г. Мінцберга, Н. Непогодіна, В. Немцова, М. Портера, Н. Шевченко. Фундаментальні аспекти управління прибутковістю капіталу розроблялися І. Бойчиком, Л. Дзюбенко, І. Зятковським, В. Опаріним, М. Фетодовою, А. Шереметом.

Відаючи належне науковій та практичній значущості праць названих авторів, необхідно відзначити, що певне коло завдань щодо концептуального та методичного обґрунтування інвестиційної діяльності підприємств є недостатньо розвинутих. У працях значну увагу приділено проблемам застосування традиційних підходів до аналізу ефективності інвестованого капіталу. Існує проблема «технічного» підходу до вирішення завдань інвестиційного і фінансового аналізу без аналітичного виявлення

взаємообумовленості економічних процесів в макро- і мікросередовищі. Крім того, зазвичай, основу формування інвестиційної стратегії підприємства складає відбір, ранжування та оцінка ефективності інвестиційних проектів. Однак, на наш погляд, головним інструментом розробки інвестиційної стратегії має бути оцінка і прогнозування прибутковості інвестованого капіталу з урахуванням впливу макроекономічних, галузевих та мікроекономічних факторів. При цьому інструментарій оцінки і прогнозування прибутковості не повинен бути пасивним, а спрямованим на автоматичне моделювання вихідних параметрів для підвищення віддачі, який оптимізує як соціальний, так і економічний ефект.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є розвиток теоретичних, науково-методичних та практичних положень оцінки та прогнозування прибутковості капіталу як інструменту формування інвестиційної стратегії підприємства, спрямованої на підвищення конкурентоспроможності та ефективності розвитку підприємства. Для досягнення поставленої мети необхідно було вирішити наступні завдання:

- визначити місце і роль прибутковості капіталу підприємства в системі організаційно-управлінських і економічних відносин
- визначити об'єктивні закономірності просторово-часової зміни прибутковості капіталу
- систематизувати фактори, що визначають прибутковість капіталу, та виявити їх причинно-наслідковий зв'язок
- обґрунтувати інституційно-економічні інструменти, ключові параметри і механізми управління капіталом підприємства в новітніх умовах господарювання
- удосконалити методичні підходи щодо визначення впливу інфляційних і циклічних процесів на прибутковість капіталу підприємства
- розробити методичні положення щодо оцінки та прогнозування прибутковості капіталу підприємства

- запропонувати механізм формування інвестиційної стратегії підприємства на основі прогнозування прибутковості капіталу

Об'єктом дослідження є прибутковість капіталу як динамічна категорія, що змінюється під впливом економічних процесів макро-, мезо-та мікро рівня

Предметом дослідження є сукупність організаційно-управлінських та економічних відносин, що виникають між суб'єктами господарювання в умовах формування та реалізації інвестиційної стратегії підприємства.

Методи дослідження. Теоретико-методичне підґрунтя роботи створила система загальнонаукових і спеціальних методів, яка дозволила дослідити процеси та явища у їх взаємозв'язку і вирішити поставлені проблемні завдання. Зокрема із загальнонаукових використано методи наукової абстракції, історичний, діалектичний, індукції та дедукції, аналізу й синтезу при узагальненні теоретико-методичних положень роботи, опрацюванні практичних рекомендацій з формування системи забезпечення прибутковості підприємств. Спеціальні методи статистичного та факторного аналізу, екстраполяції, вибіркового обстеження, коефіцієнтів, моделювання, групування і класифікації застосовані для аналітичної та прогнозної оцінки забезпечення прибутковості підприємств.

Для вирішення завдань дослідження використовувалися такі методи: комплексно-цільовий підхід (аналіз тенденцій розвитку інвестиційної діяльності в Україні та за кордоном); статистичний та економіко-математичний аналіз (оцінка прибутковості капіталу підприємства, аналіз чинників, що впливають на прибутковість власного і позикового капіталу); системний підхід і системний аналіз (розгляд прибутковості як комплексного, багатокритеріального показника); методи моделювання (побудова економіко-математичної моделі оцінки та прогнозування прибутковості капіталу); формалізації – для побудови алгоритмічної послідовності дій управління капіталом підприємств, для розробки методичного підходу до оцінювання ефективності управління ним; теоретичне узагальнення та системно-структурний аналіз – для формування сукупності показників оцінки й аналізу

кругообігу капіталу підприємства; багатовимірний статистичний аналіз – для виявлення факторів функціонування капіталу; регресійний аналіз – для виявлення впливу факторів макро-, мезо – та макрорівня на прибутковість капіталу підприємства.

Опрацювання даних здійснювалося з використанням математичного апарату, реалізованого за допомогою табличного редактора Microsoft Excel, інтерактивної системи Matlab, прикладного пакета Statistica та SPSS.

Інформаційну базу дослідження становили законодавчі та нормативно-правові акти, що регламентують діяльність підприємств в Україні, наукові праці вітчизняних і зарубіжних вчених з проблем прибутковості, щорічники та офіційні матеріали Державного комітету статистики України, Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку України, Міністерства промислової політики України, а також фінансово-господарська звітність підприємств деревообробної промисловості, матеріали наукових і науково-практичних конференцій та періодичних видань.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у такому:

вперше:

- запропоновано поняття “ стратегічна прибутковість капіталу підприємства ” , яку визначено як процес управління капіталом, що забезпечує зростання та сталий розвиток підприємства;
- розроблений науково-методичний підхід до оцінки та прогнозування прибутковості капіталу, що включає в себе системний аналіз причинно-наслідкових зв'язків між макро-, мезо та мікро-економічними процесами;
- систематизований вплив інституційного середовища на прибутковість капіталу підприємства;

дістало подальшого розвитку:

- систематизований вплив інституційного середовища на прибутковість капіталу підприємства;

удосконалено:

- методичні підходи щодо визначення впливу інфляційних і циклічних процесів на прибутковість капіталу підприємства;
- науково-практичні аспекти впровадження механізму формування інвестиційної стратегії підприємства на основі прогнозування прибутковості капіталу.

Практичне значення отриманих результатів полягає в тому, що вони підвищують ефективність реалізації інвестиційних рішень, спрямованих на забезпечення розвитку підприємства завдяки вдосконаленню діагностики потенціалу і векторів розвитку та використання динамічної моделі оцінювання збалансованості розвитку підприємства, яка дає змогу здійснювати інвестиційний моніторинг і коригування інвестиційної стратегії.

Особистий внесок здобувача. Дисертація є самостійною науковою працею, в якій викладено авторський підхід до вирішення завдань обґрунтування інвестиційної стратегії, адекватної завданням розвитку підприємств машинобудівної та хімічної галузі. Основні наукові положення, розробки, висновки та рекомендації, які виносяться на захист, одержані автором самостійно. Внесок автора у колективні наукові роботи конкретизовано у списку публікацій.

Апробація результатів дисертації. Основні положення дисертації оприлюднювалися та обговорювалися на міжнародних, всеукраїнських та регіональних науково-практичних конференціях і семінарах, в тому числі: на VIII міжнародній науковій конференції студентів та молодих вчених «Фінансовий і банківський менеджмент: досвід і проблеми» (2-4 червня 2006 р., м. Донецьк), V міжнародній науковій конференції «Прикладні завдання математики в механіці, економіці, екології» (19 квітня 2007 р., м. Севастополь), II Міжнародній науково-практичній конференції «Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика» (25-27 жовтня 2007 р., м. Суми), Загальноукраїнській науково-практичній конференції «Сучасний стан і проблеми інвестиційного розвитку» (9-10 листопада 2007 р., м. Донецьк), I міжнародній науково-практичній конференції «Інноваційно-інвестиційна

модель розвитку національної економіки» (13-15 грудня 2008 р., м. Донецьк), IV (X) Міжнародній науково-практичній конференції аспірантів (19-20 березня 2008 р., м. Сімферополь), науково-технічній конференції викладачів, співробітників, аспірантів і студентів факультету економіки та менеджменту «Економічні проблеми сталого розвитку» (21-25 квітня 2008 р., м. Суми), міжнародній науково-практичній конференції «Макроекономічне регулювання інвестиційних процесів та впровадження стратегії інновативно-інноваційного розвитку в Україні» (23 жовтня 2008 р., м. Київ), міжнародній науково-практичній конференції «Дослідження та оптимізація економічних процесів «Оптимум-2008» (3-5 грудня 2008 р., м. Харків), міжнародній науково-практичній конференції «Проблеми і перспективи розвитку національної економіки в умовах євро інтеграції та світової фінансово-економічної кризи» (22-23 жовтня 2009 р., м. Чернівці), Міжнародній науково-практичній конференції "Інформаційні технології та моделювання в економіці"(19-21 травня 2009 р., м. Черкаси), Науково-технічній конференції викладачів, співробітників, аспірантів і студентів факультету економіки та менеджменту «Економічні проблеми сталого розвитку» (19-23 квітня 2010, м. Суми), X Всеукраїнській науковій конференції «Екологічний менеджмент у загальній системі управління» (20-21 квітня 2010 р., м. Суми), IV міжнародній науково-практичній конференції «Управлінські аспекти підвищення національної конкурентоспроможності» (21-23 жовтня 2010 р., м. Сімферополь), Науковій інтернет-конференції «Наукові здобутки на шляху до удосконалення економічної системи» (7 жовтня 2010 р., м. Тернопіль).

РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ АСПЕКТИ УПРАВЛІННЯ ПРИБУТКОВІСТЮ КАПІТАЛУ

1.1 Дослідження природи виникнення прибутку на капітал

Ефективне функціонування підприємства, як провідної ланки мікроекономіки, залежить від багатьох чинників, як зовнішніх, так і внутрішніх. Головним серед останніх можна назвати капітал підприємства, що виступає фактором виробництва, джерелом доходу, інвестиційним ресурсом і є важливою стратегічною ланкою відтворювального процесу. В даний час, в умовах існування різних форм власності в Україні, особливо актуальним стає вивчення питань формування, функціонування та відтворення капіталу підприємства. Можливості становлення підприємницької діяльності та її подальшого розвитку можуть бути реалізовані лише в тому випадку, якщо власник ефективно управляє капіталом, вкладеним у підприємство. Крім того, аналіз сучасного стану економіки України, причин і наслідків фінансово-економічної кризи вимагають критичного переосмислення сформованих виробничо-споживчих і товарно-грошових відносин, та зокрема базової економічної парадигми - в максимізації прибутковості капіталу. Як на рівні підприємства, так і на рівні макросистеми виникає необхідність у більш глибокому вивченні об'єктивних законів самозростання та руху капіталу, а так само в переоцінці сучасного розуміння вартості та цінності капіталу для підвищення конкурентоздатності та ефективності функціонування господарюючих суб'єктів та для піднесення економіки України в цілому.

Взагалом, дефініція категорії та генезис «капіталу», що використовується для позначення предмета даного дослідження, є фундаментальним, складним, багатоаспектним, і в силу цього не достатньо дослідженим економічним явищем. Як зазначає П.Самуельсон: «теорія капіталу являє собою один з найбільш складних розділів мікроекономічного аналізу» [¹, с. 65], з точки зору В.С. Пономаренка: «капітал є найбільш непізнаним об'єктом дослідження» [², с. 186].

Історія наукового дослідження категорії «капітал» досить тривала, проте універсального підходу до її визначення не існує, що пояснюється складністю та динамічністю капіталу: змінювались соціально-економічні умови функціонування господарств різних епох, так само змінювались та розвивались капітал і, відповідно, наукові підходи щодо розуміння капіталу. Різноманітність наукових концепцій капіталу ускладнює створення єдиної повної теорії капіталу і відсотка, яка, у своїй основі, могла бути застосовна для практичного аналізу та прогнозування походження прибутку на нього. «Існують різні теорії капіталу, тому що існують різні його види» - це ствердження Дж. Хікса в [3], могло б стати ключем до розуміння сутності і причин такого розмаїття. Отже, важливим елементом та науковим підґрунтям з'ясування економічної сутності капіталу підприємства є аналіз еволюції поглядів на категорію «капітал» з урахуванням історичного, системного і структурного підходів.

У Додатку А представлена порівняльна характеристика підходів до визначення сутності капіталу та його властивості - здатності приносити дохід, визначені переваги та недоліки. Варто зауважити: в цілому дослідження по теорії капіталу на окремих відрізках часу були підпорядковані різним цілям і завданням. Тому недоліки нами були визначені з позиції вирішення завдань дисертаційного дослідження та з урахуванням особливостей сьогодення.

Взагалом категорія «капітал» походить від латинського «capitalis», що означає - головний, основний. Дефініція капіталу як категорії, що має складну економічну, філософську й правову природу, була закладена Аристотелем (384 - 322 р. до н.е.) ще за часів античності. Під «хремастиккою» він розумів діяльність, спрямовану на нагромадження багатства, отримання прибутку, вкладення та нагромадження капіталу. Зокрема, у своїй праці «Політика» Аристотель зазначав: «У мистецтві нагромадження статків, оскільки вони нагромаджуються в торговій діяльності, ніколи не буває межі, оскільки метою тут є безмежне багатство та володіння грошима. Всі, хто займається грошовим обігом, прагнуть збільшити свої капітали до безмежності» [4, с. 25-26]. Авіцен (980-1037 р.) визначив дев'ять факторів життя: земля, повітря, вогонь, нерви,

соки життя, члени тіла, душа, сила, розумова діяльність. В такому розумінні переплетені і економічні, і фізичні, і психологічні, і моральні характеристики капіталу.

Античні вчені не давали наукових класифікацій, але через багато століть з формуванням політекономії як науки кожна школа вважала своїм обов'язком провести науково-обґрунтовану систематизацію категорій і, природно, що капітал тут займав центральне місце.

З урахуванням систематизації підходів до визначення поняття «капіталу», представленої в Додатку А, для більш наглядного розуміння нами було їх структуровано з урахуванням економічних шкіл. Результати приведені на рис. 1.1. Взагалом історично виділилося чотири головні підходи до визначення капіталу: предметно-функціональний, грошовий, соціально-економічний та часовий підхід.

Дослідження сутності капіталу як категорії почалося з грошового підходу, обґрунтованого меркантилістами, згідно з яким капітал - це золоті, срібні монети та скарби будь-якого роду. Предметно-функціональний підхід нашав своє відображення у фізіократів та у класичні політичні економії, де капітал визначався як засоби виробництва або товари для продажу. А. Сміт трактував капітал як накопичений запас речей і називав капіталом самі блага, а не гроші, на які вони куплені [⁵, с. 266]. А. Сміт вважав, що капітал - це частина майна, призначена для отримання прибутку. Він відмовлявся від приватно-господарської характеристики капіталу і стає на суспільно-економічну точку зору. Звідси вирішальним моментом для визнання даного предмета капіталом стає спосіб його вживання, тобто характер його застосування у виробництві. Згідно А. Сміту, можна бачити і суб'єктивно-психологічне осмислення капіталу; так співвідношення між капіталом і доходом регулюється, на його думку, працьовитістю і ледарством. Зв'язок капіталу з його тривалим використанням та речовинної сутністю визначена в роботах Д. Рікардо, Г. Германці, К. Кніса, Л. Вальраса, Ф. Кене, Дж. Ст. Мілля та інших.

Економічні школи	Представники	Визначення
Економічна думка античного світу	Аристотель (384 - 322 р. до н.е.)	«хремастика» - вкладення та накопичення капіталу
Меркантилізм	В. Стаффорд (1554-1612 рр.), Т. Мен (1571-1641 рр.) Г. Скаруффі (1519-1584 рр.)	капітал - це золоті, срібні монети та скарби будь-якого роду.
Економічна школа фізіократів	Ф. Кене (1694 - 1774 рр.) В. Мірабо (1715 - 1789 рр.) А. Тюрго (1727—1781 рр.)	капітал – це не гроші, а ті засоби виробництва, які можна придбати за гроші
Класична школа політичної економії	А. Сміт (1723-1790 рр.) Д. Рікардо (1772-1823 рр.) Дж. С. Міль (1790-1864 рр.) Н.В. Сеніор (1806-1873 рр.)	капітал – частина запасів, від якої очікується отримати дохід; капітал - частина багатства, що бере участь у процесі виробництва; капітал- раніше нагромаджений матеріалізований продукт праці; капітал -знаряддя виробництва.
Марксистська економічна школа	К.Г. Маркс (1818-1883 рр.) Ф. Енгельс (1820-1895 рр.)	це не річ, не майно, а історично певні економічні відносини з приводу речі: відношення з приводу зміни вартості, її капіталізації
Неокласична економічна школа	А. Маршал (1842—1924 рр.)	капітал - це сума коштів, яка вкладається у підприємство переважно з метою «перспективної вигоди»
	І. Фішер (1842—1924 рр.)	капітал - це дисконтований потік доходу, тобто будь-який елемент багатства, який приносить його власнику регулярний дохід протягом тривалого часу.
	А. Шумпетер (1883 - 1950 рр.)	капітал - суспільні відносини з приводу передачі в розпорядження підприємця потрібних йому ресурсів для здійснення нових комбінацій.
Кейсіанство	Дж. М. Кейнс (1883-1946 рр.)	капітал- багатство, здатне приносити більший дохід
Австрійська економічна школа	Е. Бем-Баверк (1851- 1914рр.)	капітал - це винагорода за відмову від задоволення тимчасових потреб у даний момент заради майбутнього.

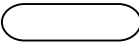
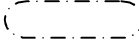
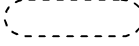

-  предметно-функціональний підхід
-  грошовий підхід
-  соціально-економічний підхід
-  часовий підхід

Рис. 1.1. Систематизація підходів до визначення сутності капіталу

У теорії А. Маршалла, капітал - це речі, що утворюють передумови виробництва. Він виділяє споживчий капітал (їжа, одяг, житло) і опосередкований капітал (інструменти, машини, сировина) [6]. С. Брю і К. Макконелл визначають «капітал» як всі вироблені засоби виробництва [7]. Схожі трактування містяться в дослідженнях П. Самуельсона, Р. Піндайка. Д. Рубінфельда, Дж. Долана, Д. Ліндаста, Дж. Кейнса, В. Радаєва і П. Хейне, який вважав, що капітал - це вироблені блага, які можна використовувати для виробництва майбутніх благ.

На рубежі XIX-XX століть аж до середини XX століття найбільш актуальними залишалися питання експлуатації та соціальної нерівності, що визначило вивчення капіталу як вторинної, але необхідної умови, що ставить кінцевою метою з'ясування походження і сутності відсотка (теорія продуктивності, теорії утримання, трудова теорія вартості). Другий напрямок теорії капіталу, що існував паралельно першому, ставив метою визначення вартості факторів виробництва. Капітал розглядався як однорідна субстанція, кількість якої - величина задана і постійна, визначивши її відповідним чином можна було для цілей економічного аналізу замінити і перейти до більш повного опису складових її структурних елементів.

В основу монетаристського підходу до трактування капіталу покладено тезу про відсутність зв'язку між капіталом і конкретними благами, при цьому капітал розглядається в якості фонду цінностей. Капітал - це «грошовий» капітал, в тому сенсі, що він представляє собою засоби виробництва, які можна позичити. Даний підхід відображений у роботах Дж. Робінсона, Дж. Хікса, А. Кларка, К. Вікселля, Р. Холла, Г. Маклоєда.

Особливий напрямок в теорії капіталу розвинув Й. Шумпетер, які стверджував, що «... капітал підприємства - це не сукупність благ, тому що капітал протистоїть світу благ. Капітал - це засіб отримання благ. Це агент, що забезпечує зв'язок між підприємцем та світом благ». У підсумку капітал представляється сумою грошей та інших платіжних засобів, які можуть бути надані в розпорядження підприємця.

Переорієнтація в дослідженнях з теорії капіталу в 40-ті роки ХХ ст. була викликана необхідністю виявлення причин промислових криз. Вперше було поставлено питання про залежність розвитку виробництва від наявності та достатності капіталу в різних його формах, що визначило завдання вивчення будови і структури капіталу.

У 90-ті роки велика увага приділялася ефективності використання оборотного капіталу. Ключовими індикаторами були продуктивність, оборотність запасів, ефективність капіталу, в тому числі оборотного. Це було результатом економічних зрушень, які відбулися у попереднє десятиліття. Реальна прибутковість капіталу, що визначалася як різниця між номінальною прибутковістю та інфляцією, була близька до нуля або від'ємною величиною в наслідок високої інфляції. У цих умовах оборотний капітал був у певному сенсі безкоштовним, і менеджери не приділяли достатньої уваги вдосконаленню його управління.

На рубежі ХХІ століття швидкий розвиток отримує теорія бренд-капіталу як основи капіталізації соціальних відносин між фірмами і споживачами. Поглиблення досліджень змісту та форм прояву капіталу кардинально змінюють розуміння призначення і структури капіталу сучасних фірм. Головними факторами, що визначають дохід на капітал є конкурентоспроможність підприємства, попит на продукцію, якість, імідж підприємства, НТП і політичні рішення.

Сучасні підходи до визначення сутності капіталу, значно відрізняються від традицій минулих років, разом з тим продовжує використовувати і розвивати підходи класичної політичної економії, керуючись основним принципом, суть якого полягає в тому, що в будь-якій суспільно-економічній формації суспільне виробництво ґрунтується на застосуванні засобів виробництва, предметів праці та живої праці. Слід зазначити, що при всій глибині та всебічності існуючих підходів до визначення капіталу, авторами їх не враховується один з найважливіших, на перший погляд непомітний фактор формування і зміцнення капіталу, званий підприємницької функцією. Даний

фактор, на жаль, не знайшов об'єктивного відображення ні в марксистській, ні в класичній західній політичній економії. Чільна роль у дослідженнях авторів до останнього часу відводилася вивченню дії об'єктивних економічних законів, тобто питань зовнішнього впливу на об'єкт, що вивчається, разом з тим, функція підприємця у створенні і розвитку виробництва дослідниками в певній мірі ігнорувалася, не приймалася до уваги, проте це навряд чи можна вважати правильним. В [8,с.203-212] аналізуючи підходи до визначення сутності капіталу, ми пришли до висновку, що жодне благо не має іманентної властивості капіталу. Лише будучи введеним людиною в обіг, благо може стати капіталом, а благо, яке знаходяться в бездіяльності (тобто перебуваючи в потенційному стані) капіталом не є. На рис. 1.2 детально зображено процес формування доходу на капітал у процесі його кругообігу. За своєю суттю представлене рух капіталу тотожний кругообороту капіталу за К. Марксом - руху самозростаючої вартості у сфері виробництва та обігу, в ході якого капітал приймає три функціональні форми (грошову, виробничу і товарну).



Рис. 1.2. Формування доходу на капітал у процесі його кругообігу

Однак ми з самого початку вводимо в дану схему підприємницькі здібності ОПР (особи, що приймає рішення, тобто власника коштів), тому що вони є необхідною (але не достатньою) умовою отримання доходу на капітал. У процесі реалізації кругообігу капіталу зростає не тільки його вартість, але і підприємницьких здібностей у формі досвіду, придбаних зв'язків, підвищення іміджу як ОПР так і його підприємства.

Очевидним є той факт, що на кожному етапі кругообігу капіталу дохід піддається впливу різних факторів, які тією чи іншою мірою зменшують / збільшують його величину, простежується динаміка зміни доходів-витрат.

Загальний кругообіг вартості відбувається за схемою:

м і н о в а в а р т і с т ь \Rightarrow в и р о б н и ч а в а р т і с т ь \Rightarrow м і н о в а в а р т і с т ь.

Тобто на ринку купуються за мінною вартістю три види основного товару, які утворюють виробничий процес: засоби праці, робочу силу і предмети праці. В результаті об'єднання цих трьох складових утворюється виробнича вартість, основним призначенням якої є виготовлення продукції – нового товару. На третьому етапі виготовлений товар потрапляє на ринок, де він продається за мінною вартістю. На цьому кругообіг вартості для даного виробничого процесу припиняється.

Така схема логічна і добре передає форму розглянутого явища: на першому етапі інвестор, маючи гроші G , купує засоби виробництва (засоби праці і робочу силу) і предмети праці – товар T ; на другому етапі, внаслідок виробничого процесу B , виготовляється новий товар T' , подальша реалізація якого дає надходження грошей G' .

Поряд з позитивними моментами, насамперед – її простотою, така схема має багато недоліків. Серед найголовніших можна назвати наступні: по-перше, вона не відтворює реальні потоки, які виникають в процесі кругообігу вартості; по-друге, вартість товару зразу визначається реальними грошима, а не грошовими одиницями виміру, що також формує помилкове розуміння реального процесу кругообігу вартості.

Тому нами пропонується наступна схема кругообігу вартості, яка більш повно відтворює реальний процес (рис 1.2). Насамперед виділяються два зустрічних натуральних потоки – товару і грошей, які здійснюють свій оборот за наступною схемою:

$$\Gamma \leftarrow B \leftarrow \Gamma',$$

$$T \rightarrow B \rightarrow T',$$

де штрих показує більше значення показника.

Так, T – товар, який знаходиться на вході в процес виробництва, складається із робочої сили, засобів і предметів праці, а на виході з нього – тільки з виготовленої продукції – нового товару T' . Тобто робоча сила і засоби праці припиняють свій рух. Повний кругообіг здійснюють тільки предмети праці (матеріали). Тому вони будуть називатись носіями вартості, оскільки засоби праці і робоча сила, діючи на предмети праці (на рисунку показано стрілками), переносять свою вартість на них. Засоби праці і робочу силу будемо називати носіями праці.

Гроші утворюють зустрічний потік відносно натурального. На виході з процесу виробництва знаходиться більша їх величина, чим на вході. Це пояснюється тим, що у вартість реалізованої продукції входить і величина додаткової вартості – прибуток. Внаслідок чого вартість вихідного потоку в середньому перевищує вхідний.

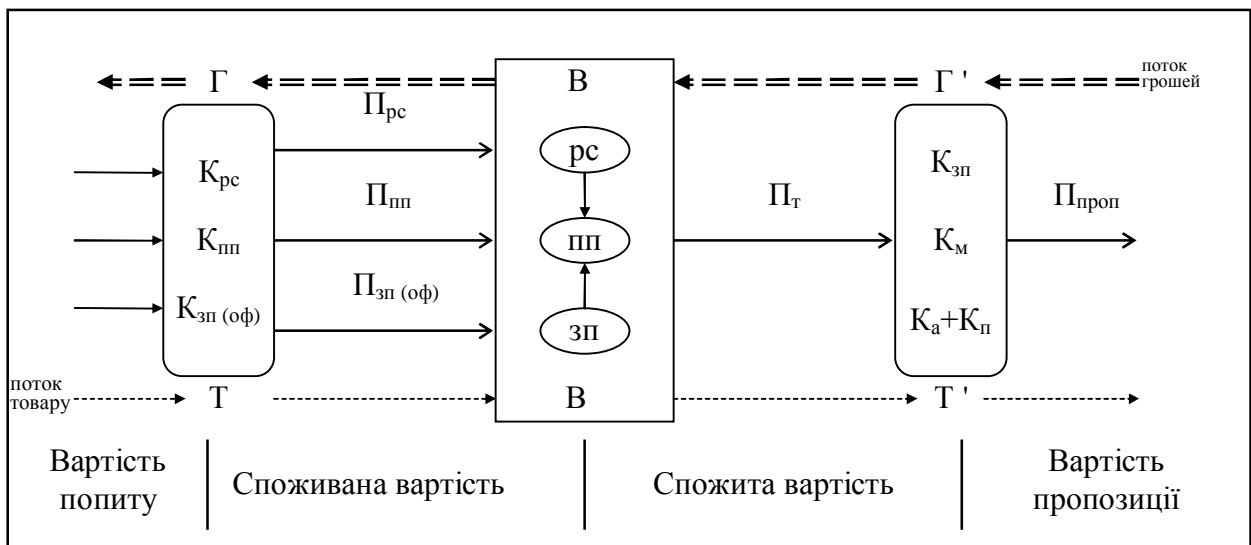


Рис. 1.2. Схема кругообігу вартості з виділенням основних потоків

де K_{pc} , K_{mb} , $K_{zn(оф)}$ – вартість робочої сили, предметів праці і засобів праці (основних фондів);

P_{pc} , P_{mb} , $P_{zn(оф)}$ – потік вартості тих самих показників;

K_{zn} , K_m , K_a , K_n – вартість заробітної плати, матеріалів, амортизаційних відрахувань і прибутку;

P_m , $P_{прон}$ – потік виготовленої продукції (товару) і його пропозиція, коли він покине процес виробництва;

На рис. 1.3 представлена графічна інтерпретація простої двопараметричної моделі, в якій випуск продукції виводиться зі сфери споживання, і використовується для створення капіталу, орієнтованого на виробничі витрати в майбутньому. Лінія з від'ємним нахилом DC на графіку позначена як «граничний фізичний продукт, віднесений до вкладеного капіталу». Її негативний нахил свідчить про те, що граничний дохід зменшується в міру збільшення обсягу вкладеного капіталу. Такий підхід в межах економічних теорій узгоджується з законом спадної прибутковості, що поширюється як на інвестиційні вкладення капіталу, так і на інші фактори виробництва. Інакше ця крива може бути інтерпретована як «крива попиту на капітал».

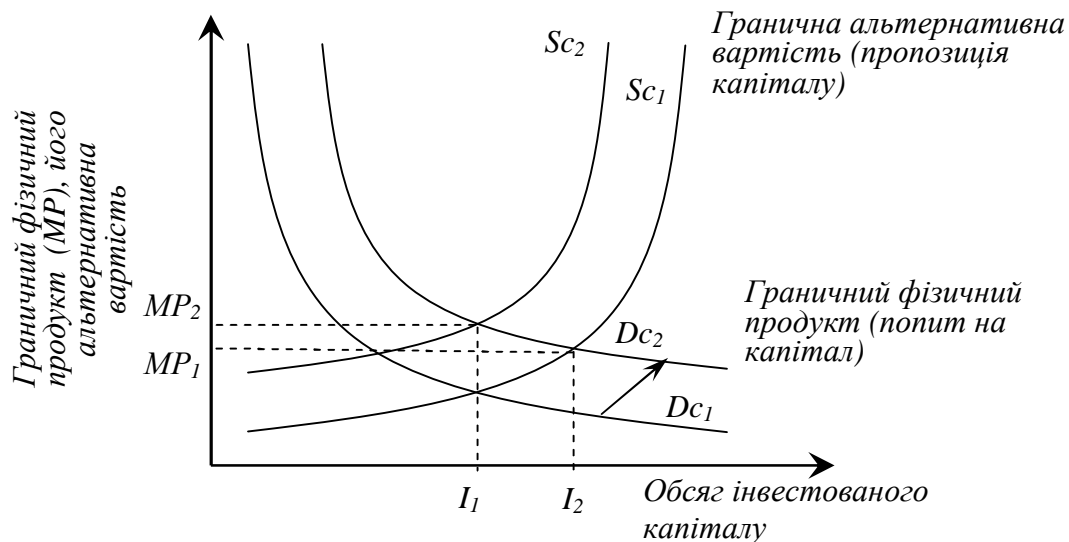


Рис. 1.3. Залежність граничного фізичного продукту та його альтернативної вартості від обсягу інвестованого капіталу

Цю закономірність давно помітили економісти А. Сміт, Д. Рікардо, К. Маркс, Дж. Кейнс, А. Маршалл і багато інших теоретики. Це знає і бізнес на своєму досвіді, емпірично: чим більше масштаби капіталовкладень у країні, тим менше (за інших рівних умов) віддача від цих вкладень. Зауваження «за інших рівних умовах» не випадково. Так, під впливом науково-технічного прогресу (відкриття нових джерел енергії, розробка нових технологій, народження нових споживчих товарів і т. п.) крива попиту на капітал може зміщатися вправо. З залежності представлені на рис. 1.3 видно, що під впливом НТП зрушення кривої Dc_1 в нове положення, тобто Dc_2 , призведе до того, що розширення інвестиційного попиту до рівня I_2 призведе не до зниження, а, навпаки, підвищення рівня доходу на капітал: зростання граничного продукту капіталу від рівня MP_1 до MP_2 .

Закон спадної прибутковості знижує обсяг граничного фізичного продукту, віднесеного до вкладеного капіталу, принцип спадної граничної корисності діє в діаметрально протилежному напрямку, а саме - підвищує граничну альтернативну вартість залучення капіталу. Переслідуючи мету збільшення обсягу капіталу, необхідно зкоротити поточне виробництво товарів, підвищуючи тим самим граничну корисність частини, що залишилася. У той же самий час сьогоднішня акумуляція капіталу призведе до того, що в майбутньому зросте кількість товарів і, як наслідок, скоротиться їх гранична корисність. Таким чином, гранична альтернативна вартість капіталу - відношення граничної корисності товарів, не вироблених сьогодні, до граничної корисності товарів, які будуть вироблені в майбутньому - зростає в міру збільшення обсягу вкладеного капіталу. Графічно гранична альтернативна вартість капіталу представляється у вигляді лінії, що має позитивний нахил (див. рис. 1.3). Позитивний нахил кривої пояснюється сутністю відсотка. Адже ті суб'єкти, які пропонують капітал, відмовляються від самостійного альтернативного його застосування. Іншими словами, чим більшу суму капіталу ви пропонуєте в позику, тим більше його гранична альтернативна вартість, або граничні витрати втрачених можливостей.

Точка рівноваги на графіку, що відображає оптимальне співвідношення між обсягом сьогоdnішніх товарів та їх гіпотетичною кількістю в майбутньому, і, отже, вказує на оптимальний баланс інвестованого капіталу, визначається перетином графіків попиту і пропозиції капіталу. Поза її створюється така ситуація: зростання обсягу інвестованого капіталу підвищує фізичний обсяг продукції, яка буде вироблена в майбутньому, вище рівня паритету, співвіднесеного зі скороченням сьогоdnішнього виробництва. І хоча граничний фізичний продукт може залишатися більше одиниці, його збільшення не в змозі компенсувати альтернативну вартість капіталу, що забезпечує цей приріст.

Дж. М. Кейнс у [9] найбільш ясно сформулював поняття граничної ефективності капіталу, при цьому під останнім він розумів як майновий комплекс, який приносить протягом свого життя дохід своєю первісною цінністю. Єдина причина, чому той чи інший вид капіталу дає можливість одержувати протягом терміну його служби дохід, що перевищує за своєю величиною його первісну ціну пропозиції, полягає в тому, що він є рідкістю. Придатність теорії Кейнса можлива при вирішенні проблеми вибору двох альтернативних варіантів використання власних коштів підприємства: інвестування та отримання прибутку від виробничої діяльності або перетворення вільних грошових коштів у позиковий капітал і одержання на нього доходу у вигляді банківського відсотка. Вибір варіанту залежить від прибутковості інвестицій, яка визначається показником граничної ефективності капіталу (різниця між приростом доходу з одиниці капіталу та витратами, пов'язаними з його використанням). Графічна інтерпретація поставленої проблеми зображена на рис. 1.4.

Інвестиційні рішення приймаються у разі, якщо гранична ефективність капіталу вище ставки банківського відсотка. При чому гранична ефективність капіталу падає зі збільшенням росту обсягу інвестицій, оскільки в міру зростання інвестицій падає їх очікувана прибутковість. Це відбувається тому, що спочатку інвестуються найбільш перспективні і прибуткові проекти, а подальше інвестування є менш продуктивним.

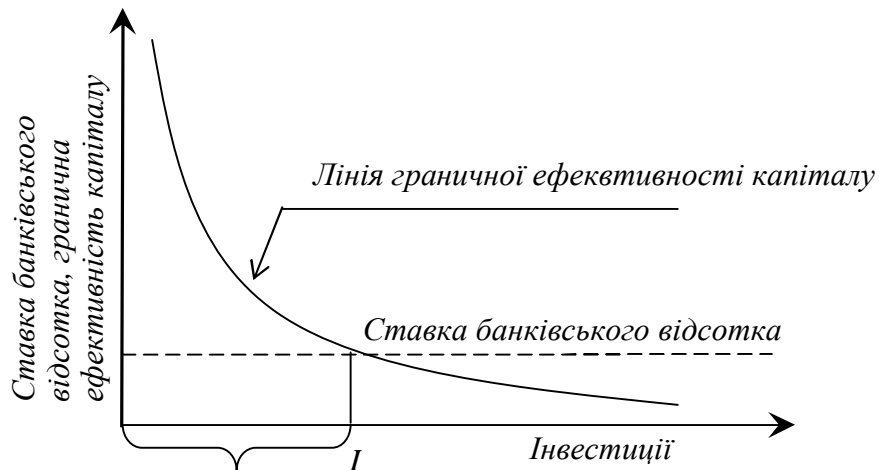


Рис. 1.4. Визначення обсягу інвестицій при наявності двох альтернативних варіантів використання власних грошових коштів

Підприємці враховують не тільки прибутковість капіталовкладень, але і ступінь ризику кожного з них. Інвестиційні витрати слід збільшувати тільки в тому випадку, якщо норма прибутку більше відсотка від заощаджень. Ставка відсотка - явище не тільки грошове, а й психологічне, це найважливіший фактор, що впливає на спонукання інвесторів; вона являє собою винагороду за відмову від зберігання багатства в грошовій формі. Гранична ефективність капіталу - це категорія економічного прогнозування *ex ante*, оскільки за основу розрахунку береться не фактична, а очікувана прибутковість інвестиційних проектів. В той же час, «передбачуване майбутнє впливає на сьогодні»^[10]. На значення граничної прибутковості капіталу впливають суб'єктивні фактори: песимізм і оптимізм інвесторів.

У концепції граничної ефективності капіталу, ігноруються об'єктивні макроекономічні чинники, що визначають норму прибутку — норма додаткової вартості, органічна будова капіталу, економія змінного капіталу тощо. Обмежено враховується вплив дійсних ринкових затрат і конкуренції на розрахунок очікуваної норми прибутку.

Необхідно відзначити ще один момент, що впливає на оцінку цих двох варіантів у випадку, коли підприємцям не вистачає власних коштів і вони звертаються до позикових. Нам видається, що цей варіант формування

інвестиційного попиту слід розглядати окремо від випадку використання власних коштів, оскільки позичальник повинен брати до уваги більш високу ставку банківського відсотка. Ці дві ставки банківського відсотка були названі А. Маршаллом "валовим відсотком" і "нетто-відсотком" (рис. 1.5).

Ми бачимо, що інвестиційний попит D'_1 , який виникає при ставці банківського відсотка рівному валовому відсотку, нижче, ніж інвестиційний попит D'_2 , що формується при ставці відсотка, що відповідає використанню власних, а не позикових коштів. Це приводить до висновку про те, що власність на грошовий капітал також є чинником інвестиційного попиту.

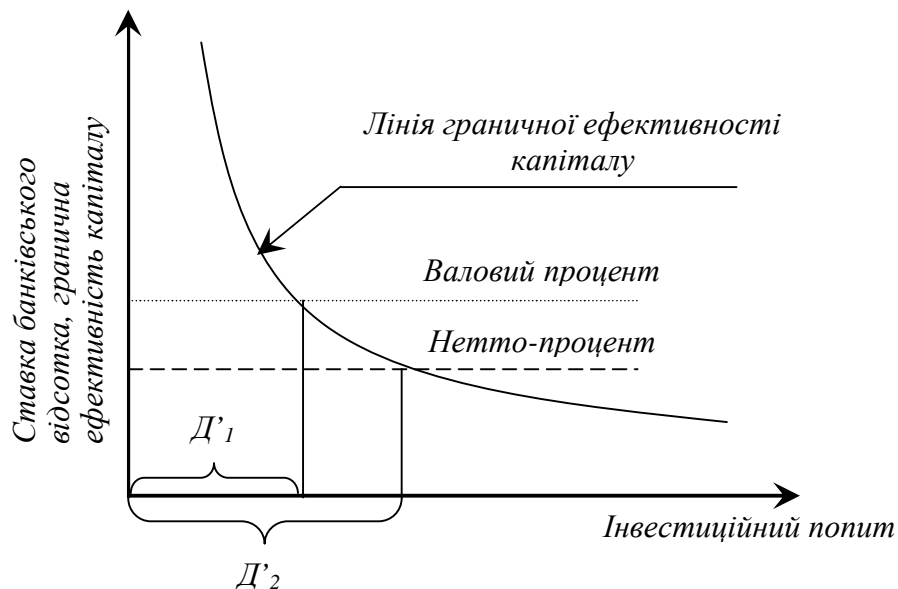


Рис. 1.5. Визначення інвестиційного попиту залежно від власності на грошовий капітал

Очевидно, що дохід на капітал залежить не тільки від обсягу капіталу, а й від співвідношення власних і позикових коштів ($K_{e/n}$). Не можна збільшувати безмежно плече важеля без його регулювання в залежності від значення диференціала (D_p) (різниці між економічною рентабельністю (E_p) і ціною позикових коштів - середньою розрахунковою ставкою відсотків на кредит (r)).

Завдання менеджера полягає не в тому, щоб виключити всі ризики, а в тому, щоб прийняти розумні, розраховані ризики в межах значення диференціала, за умови, що диференціал більше нуля. Отже, виникає задача

оптимізації обсягів і вартості кредитних ресурсів, а також ступеня їх участі у фінансуванні діяльності підприємства.

При цьому слід враховувати, що величина диференціала безпосередньо залежить від масштабу виробництва. Причому ця залежність, як видно, нелінійна. При нарощуванні обсягу виробництва, по-перше, знижується прибуток на одиницю продукції, а по-друге зростає платність кредиту. Точка, в якій диференціал стає рівним нулю, є свого роду точкою беззбитковості. Таким чином, ця точка буде визначати доцільність залучення позикових коштів, їх величину і, отже, співвідношення позикових і власних коштів. Графічно цю залежність можна представити наступним чином. (див. рис. 1.6).

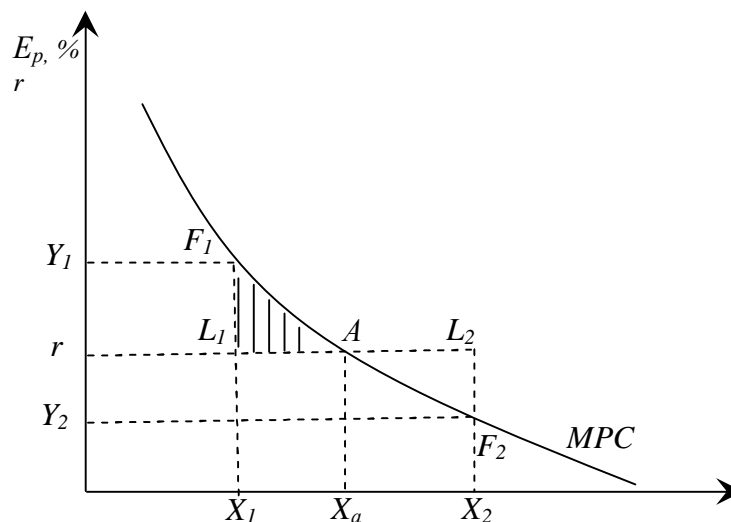


Рис. 1.6. Гранична корисність капіталу

На рисунку представлений графік граничної корисності капіталу (MPC). Корисність виражається $U, \%$ рентабельності власного капіталу і залежить назад від величини залучених коштів. Таким чином, існує точка A , в якій $D_p = 0$. Вона і визначає недоцільність подальшого залучення позикових коштів. Графічною інтерпретацією ефекта фінансового лівереджу ($E\PhiЛ$) буде площа заштрихованої на малюнку фігури, вище лінії r .

Точка A є точкою оптимального співвідношення позикових і власних коштів. Після її знаходження визначається різниця між оптимальною величиною $E\PhiЛ$ і той, яка склалася на підприємстві. Якщо $E_p > r$ (наприклад,

точка F_1), то цією різницею буде площа фігури F_1L_1A . Якщо $E_p < r$ (наприклад точка F_2), то цією різницею буде площа фігури AL_2F_2 .

Враховуючи все вищесказане, ми можемо запропонувати своє трактування поняття "капітал". На наш погляд, капітал - це накопичений шляхом заощадження запас економічних благ у формі грошових коштів та реальних капітальних товарів, що втягуються його власником в економічний процес як інвестиційний ресурс і фактор виробництва з метою отримання доходу, функціонування яких в економічній системі базується на ринкових принципах і пов'язане з факторами часу, ризику і ліквідності. Виходячи з даного визначення капіталу, можна виділити наступні його характеристики:

- капітал підприємства є основним фактором виробництва;
- капітал характеризує фінансові ресурси підприємства, що приносять дохід;
- капітал є головним джерелом формування добробуту його власників;
- капітал підприємства є головним вимірником його ринкової вартості;
- динаміка капіталу підприємства є найважливішим барометром рівня ефективності господарської діяльності підприємства;

Розглянуті теоретичні положення щодо природи виникнення прибутку на капітал підтвердили свою цінність при аналізі причин та наслідків фінансово-економічної кризи. Сучасна криза проявився як фінансова криза, тобто як скорочення обсягів і жорсткість умов кредитування; різке падіння капіталізації компаній; різке і нерівномірне падіння фондових індексів, зростання бюджетних дефіцитів; а як наслідок - рецесія у виробництві; падіння зайнятості; зниження цін виробників; скорочення споживчих витрат; значна кількість збанкрутілих підприємств. Сформований фінансовий сектор, став рости темпами, які суттєво випереджали динаміку капіталу в сфері реального виробництва. З одного боку фіктивний капітал знайшов набагато більшу стійкість, а з іншого - він ще більше відірвався від своєї матеріальної основи, капіталу тих сфер, де створюється вартість, та став віртуальним. Пріоритетний розвиток фіктивного капіталу став наслідком фундаментального перенагромадження капіталу в реальному секторі та ще

більш інтенсифікувало це перенагроюдження. Криза перевиробництва виникає в тому випадку, коли концентрується така кількість обсягів капіталу (який не приносить середній прибуток або взагалі не може бути прибутково застосований внаслідок закону тенденції норми прибутку до зниження), тоді значна частина підприємців опиняється на межі банкрутства. Сучасні технології, які передбачають пріоритетний розвиток людських якостей і творчого змісту праці, змінюють динаміку органічної будови капіталу і, отже, норми прибутку. Перенагроюдження посилюється пріоритетним розвитком фінансового сектора. Найбільш продуктивні ресурси переливаються зі сфери матеріального виробництва в інші сфери, де не створюються матеріальні блага. У всіх цих сферах створюються лише хибні форми багатства. У нинішньої кризи є ще одна - фундаментальна - передумова. За останні півтора-два десятиліття цільова функція бізнесу зазнала серйозну трансформацію. Ключовим орієнтиром розвитку підприємства стало зростання капіталізації. Саме цей показник більш за все цікавило акціонерів, і саме по ньому оцінюється в наші дні ефективність менеджменту.

Тим часом прагнення до максимальної капіталізації вступає в протиріччя з реальною підставою соціально-економічного прогресу - підвищенням продуктивності праці. Однак перед акціонерами треба звітувати щороку, а для хорошої звітності потрібні злиття і поглинання, оскільки зіставлення обсягу активів сприяє зростанню капіталізації. І, зрозуміло, не слід закривати відсталі підприємства, так як у поточному періоді це веде до зниження капіталізації. У результаті, у складі багатьох великих промислових корпорацій зберігаються старі неефективні виробництва.

Все це ще раз підтверджує актуальність дисертаційного дослідження та його задач. В сучасних умовах потребує розвиток теоретичних, науково-методичних та практичних положень оцінки та прогнозування прибутковості капіталу як інструменту формування інвестиційної стратегії підприємства.,

спрямованої на підвищення конкурентоспроможності та ефективності розвитку підприємства.

Варто зауважити, між поняттями «інвестиції» і «капітал» існує нерозривний зв'язок. У Додатку Б узагальнено різні підходи до визначення поняття інвестицій з аналізом їх позитивних і негативних сторін. На їх основі можна сформулювати власне визначення даного поняття: інвестиції - сукупність економічних відносин, що виникають між інвесторами та власниками засобів з приводу перетворення інвестиційних ресурсів шляхом їх розміщення з певним ризиком і на певний період в матеріальні і нематеріальні інструменти з метою отримання доходу та / або іншого корисного ефекту.

Таким чином, в даній роботі капітал розглядається як сукупність засобів, а інвестиції як вартість цих коштів, які направлені у визначені сфери для досягнення економічного і соціального ефекту. Інвестиції відтворюють форму економічного явища, і основним предметом дослідження у цьому випадку є процеси, які пов'язані з реальними грошима.

1.2 Аналіз та систематизація методичних підходів до оцінки та прогнозування прибутковості капіталу

Існує декілька проблем при систематизації методичних підходів до оцінки та прогнозування прибутковості капіталу. Перш за все, дослідження сутності прибутковості капіталу показало, що в економічній теорії і практиці не існує однозначного трактування змісту та адекватної термінології щодо її визначення. Спроби категоріального визначення прибутковості належать виключно вітчизняній економічній теорії, в той час, як західні науковці, поняття "прибутковість", "дохідність", "ефективність", «результативність» та "рентабельність» ототожнюють. По друге, методичні підходи до оцінки прибутковості капіталу різняться в залежності від його видів та форм. Це пояснюється тим, що природа віддачі на власний та позичковий, основний та оборотний капітал різна.

Таким чином, спочатку була поставлена гносеологічна задача - визначити, що лежить в основі прибутковості як економічної категорії.

У тлумачному словнику Даля В. І. наведено, що “прибутковий — той, що дає прибуток, вигідний” [11, С. 525]. Великий тлумачний словник сучасної української мови пояснює: по-перше, прибутковість як абстрактне слово, іменник до *прибутковий*. 1. Прибутковість підприємства; по-друге, прибутковий. 1. Який дає прибуток // Який є прибутком. 2. Пов’язаний з надходженням і записом прибутків; протилежне видатковий [12, С. 925].

Бернар І., Коллі Ж.–К. пояснюють прибутковість: “від фран. *beneficiaire* – це сукупність ознак, які дозволяють в той чи інший момент спрогнозувати рівень прибутку підприємства; від англ. *profitability* – це здатність підприємства створювати прибуток” [13, С. 145, 408]. Бланк І. О. зазначає, що “прибутковість – це здатність підприємства генерувати прибуток і здійснювати рентабельну діяльність” [14, С. 519]. Є. Брігхем, “прибутковість є загальним результатом поєднання засобів проведення курсу компанії і відповідних рішень” [15, с. 119].

Опарін В. М. та Бойчик І. М. [16, 17] відносять прибутковість до одного із головних принципів підприємництва, що полягає в отриманні доходів, які не тільки покривають проведені витрати, і мають сформувати прибуток.

Дзюбенко Л.М. в [18, 19] асоціює прибутковість підприємства не як результат з масою і нормою прибутку підприємства, а як процес, пов'язаний з підприємницьким середовищем авансованої вартості капіталу, в якому затрати підприємства покриваються його доходами, а отриманий ним прибуток характеризує ступінь вигідності роботи підприємства, величину самозростання цього капіталу як результату бізнес—процесу.

В [20, 21, 22] поняття «прибутковість», «дохідність», «вигідність», «ефективність», «результативність» та «рентабельність» ототожнюються, однак інші вчені [23, 24] розрізняють ці поняття, однак розглядають в одній системі для успішного функціонування. Частково це пов'язано з тим, що при перекладі з англійської мови поняття «прибутковості» (profitability) визначається як вигідність, дохідність, рентабельність [25, С. 82, 524, 568]. В сучасному економічному словнику зазначається: “рентабельність – ефективність, прибутковість, дохідність підприємства або підприємницької діяльності; ефективність — відносний ефект, результативність процесу, операції, проекту, які визначаються як відношення ефекту, результату до затрат, витрат, що обумовили, забезпечили його отримання; вигідність — доцільність, дохідність, прибутковість справи, отримання вигоди” [26, С. 56, 290, 404]. Великий економічний словник А.Н. Азріліяна свідчить: “прибутковість — одержання доходу від інвестування коштів; дохідність — здатність приносити доходи; рента — певний дохід з капіталу, майна або земельної ділянки, котрий не вимагає від своїх отримувачів підприємницької діяльності; рентабельність (від нім. rentabel — доходний) — один із основних вартісних якісних показників ефективності виробництва на підприємстві, об'єднанні, галузі у цілому, який характеризує рівень віддачі затрат і ступінь використання засобів у процесі виробництва та реалізації продукції” [27, С. 230, 748, 848, 849].

Каширська О.М. прибутковість розглядає як один із основних показників результативності, який забезпечує досягнення успіху за умов ефективної діяльності та визначається через систему показників у чисельнику яких завжди буде прибуток (за його видами). В [28, с. 22] Ейлон С. визначає прибутковість як основний показник ефективності та при цьому ототожнюють ефективність та продуктивність. Гайдис в [29 с. 269] зазначає «прибутковість, тобто ефективність використання капіталу, має назву рентабельності».

Словник політичної економії відносить показник рентабельності до «одного із показників ефективності роботи основних госпрозрахункових ланок соціалістичного суспільного виробництва» [30, С. 391]. Ми не поділяємо думку професора Андрійчука В. Г., що вважає рентабельність і прибутковість тотожними поняттями з однаковим змістовим навантаженням [31, С. 48]. На нашу думку, рентабельність є головним якісним показником ефективності роботи, насамперед публічної (державної) власності, що характеризує для власника рівень доходу від використання його капіталу (майна або земельної ділянки) та не вимагає від нього прямої чи непрямої участі в підприємницькій діяльності, тобто за своєю суттю і етимологічним значенням визначає і характеризує рівень доходу у вигляді ренти чи процента, а не прибутку, який отримує підприємець від управління капіталом.

Саломатіна С.Ю., Немцінов В.С. [68] визначають рентабельність ні через прибуток і чистий дохід, а через додаткову вартість, яку отримує фірма. У свою чергу, додатковий продукт, який лежить в основі додаткової вартості, характерний для будь-якої економічної формації і обумовлено це наявністю суспільства як соціального інституту. Автори вважають, що неправомірно ототожнювати рентабельність з прибутковістю, так як прибутковість характеризується результатами сукупного праці, а рентабельність лише праці додаткового. Рентабельність не тотожна прибутковості, так як перша характеризується величиною використовуваного капіталу, а друга - капіталу авансованого.

На наш погляд, прибутковість є економічна категорія більш широкого плану, ніж рентабельність. Оскільки рентабельність безпосередньо пов'язана не з усім доходом (товариства або підприємства), а з певними його формами (чистим доходом, прибутком), то вона виступає як одна з форм більш загальної категорії - прибутковості.

Крім того, на нашу думку, відмінності між прибутковістю і дохідністю підприємства такі: 1) прибутковість, за своєю суттю — процес, який передбачає управління авансованим (ужитим в своєму бізнесі) капіталом задля отримання підприємцем доходу, від розподілу якого прибуток нагромаджує капітал, тобто інвестується (капіталізується) прибуток у розвиток підприємницької діяльності; 2) дохідність є здатністю будь-якої особи (зокрема підприємства) приносити доходи, які можуть включати заробітну плату, процент, прибуток і ренту, котрі відповідно за джерелами походження бути від своєї праці, капіталу і майна (зокрема землі); 3) дохідність, з одного боку підпорядкована, є основною складовою прибутковості, а з іншого — з доходу впливає прибуток як головна складова приросту капіталу. Кругообіг капіталу на практиці відбувається водночас і паралельно на всіх стадіях; матеріальне втілення дохідність і прибутковість підприємства знаходять у коштах і цінностях, тому розмежувати їх можливо лише суто теоретично.

Таким чином, місце прибутковості в системі економічних категорій і напрямок її дослідження можна представити умовно наступним чином (рис.

1.7)

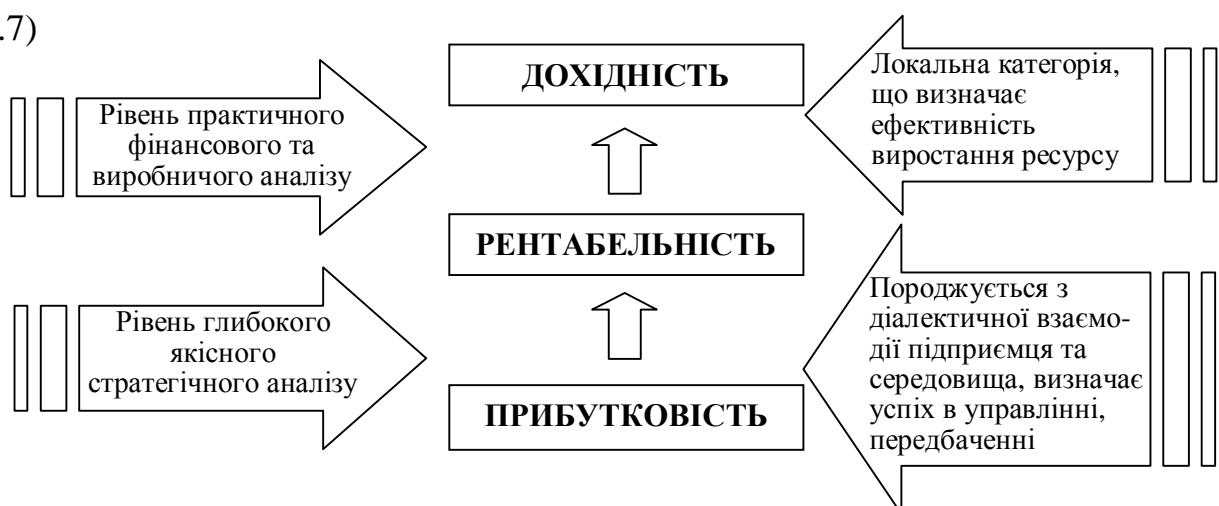


Рис. 1.7. Місце прибутковості в системі економічних категорій

В [32] нами доведено, що отожднення прибутковості та рентабельності не розкриває глибинного змісту прибутковості і зводить цю категорію до рівня показників оцінки результатів та ефективності господарської діяльності підприємства та використання капіталу. Зведення категорії прибутковості капіталу як до його спроможність отримувати прибуток і проводити прибуткову (рентабельну) діяльність також звужує поняття, адже не розриває механізму отримання прибутку на капітал.

Узагальнені підходи до визначення сутності прибутковості капіталу як економічної категорії, їх переваги та недоліки представлені в табл. 1.1.

Таблиця 1.1

Підходи до визначення сутності прибутковості капіталу як економічної категорії

Підходи	Основний зміст підходу	Автори, прихильники підходу	Переваги та обмеження
1. Безбитковість	Прибутковість визначається як безбитковість діяльності підприємства	Зятковський І.В. [33, с. 64]; Ковалев В.В. [34, с. 299-303]; Орлов О.А., Рясных Е.Г. [35, с. 6]	Обмежений підхід. Зведення категорії прибутковості до досягнення безбитковості
2. Рентабельність, дохідність	Прибутковістю визначається як рентабельність, вимірювана у відсотках. Ототожднення рівня прибутковості із системою коефіцієнтів рентабельності	Мец В.О. [36, с. 90]; Мних Є.В. [37, с. 213]; Ришар Ж. [38, с. 24-26]; Барабаш Н. С., Гайдис Н.М., Макаревич Л.М. Балабанов І.Т., Анисимов Ю.П., Костирко Л.А., Наливайко А.П. Фатхутдинов Р.А., Федонін О.С., Репіна І.М.	Обмежений підхід. Зведення категорії прибутковості до локального рівня оцінки результатів і ефективності господарської діяльності підприємства.
3. Здатність приносити прибуток	Прибутковість визначається як спроможність генерувати прибуток	Бланк І.А. [39, с. 519]; Дайле А. [40, с. 452]; Бернар І., Коллі Ж.–К. [41]; Азріліяна А.Н.	Дає більш широке розуміння сутності та змісту категорії «прибутковості», включає умови та фактори отримання прибутку на капітал.
5. Норма прибутку	Ототожднення прибутковості з нормою прибутку на капітал	Зазимко А.З. Дзюбенко Л.М.	Звужує поняття прибутковості, не розриває механізму отримання прибутку на капітал.

Продовж. табл. 1.1

4. Процес	Прибутковість, визначається як процес, який передбачає управління авансованим капіталом з метою отримання доходу та його нагромадження з метою інвестування у розвиток підприємства	Дзюбенко Л.М. [⁴²]	Дає широке розуміння сутності та змісту категорії «прибутковості», включає умови, фактори та відносини, що виникають при формуванні, використанні та отриманні прибутку на капітал
6. Стан підприємства	Прибутковість, визначається як стан підприємства, забезпечення платоспроможності, стабільності зростання і розвитку		Дає більш широке розуміння сутності та змісту категорії «прибутковості». Категорія функціонально пов'язана з діяльністю підприємства, яке функціонує в системі ринкових відносин.

Таким чином, прибутковість капіталу – це динамічна категорія, яка виникає в процесі кругообігу капіталу та змінюється під впливом економічних процесів макро-, мезо-, і макрорівня та визначає ефективність управління капіталом підприємства в системі організаційно-управлінських та економічних відносин.

Під стратегічною прибутковістю капіталу слід розуміти процес управління капіталом, що забезпечує зростання та сталий розвиток підприємства.

Аналіз підходів до визначення сутності прибутковості капіталу як економічної категорії дозволяє зробити висновок: прибутковість капіталу нерозривно пов'язана з діяльністю підприємства, лише будучи в обороті капітал здатен приносити підприємцю прибуток. Прибутковість підприємств породжується з діалектичної взаємодії підприємця і ринкового середовища. За економічною сутністю прибутковість підприємства пов'язана з виробництвом прибутку, а не з одержанням пасивних доходів (ренти, процента).

В [⁴³, С. 149-151] нами визначено, що прибутковість капіталу підприємства має наступні властивості, які в той же час є і методичними

проблемами її прогнозування: просторово-часовий розподіл; багатогранність та різноманітність як факторів впливу, так і їх причинно-наслідкових зв'язків; наявність лагу (запізнювання) реакції прибутковості капіталу на зміну факторів; нестационарність складу та властивостей прибутковості, не лінійність на стохастичність зв'язків; поступове еволюціонування та епізодичні зміни цілей діяльності підприємства.

Таким чином чисельність підходів до визначення сутності прибутковості капіталу як економічної категорії і визначили велику кількість методичних підходів до оцінки прибутковості капіталу. Розвиток методологічних підходів до оцінки прибутковості капіталу підприємства в історичному розрізі представлений на рис. 1.8. Аналіз підходів дозволяє зробити висновок, що на сучасному етапі особливо актуальним є не фактичний аналіз прибутковості, а саме прогностичний підхід, який би дозволив приймати ефективні інвестиційні рішення направлені на збільшення потенціалу конкурентоспроможності підприємства, забезпечення його стійкого розвитку.



Рис. 1.8. Розвиток методологічних підходів до оцінки прибутковості капіталу підприємства

Привертаємо увагу до вирішального впливу на прибутковість підприємства його *конкурентної позиції*. Такий висновок можна зробити на основі вивчення літературних джерел з теорії та практики конкуренції. М. Портером, звернувши увагу не стільки на характеристики сил конкуренції,

скільки на їх вплив на прибутковість підприємства: “Значення кожної з п'яти сил змінюється від бізнесу до бізнесу й у кінцевому рахунку визначає його прибутковість. У тих випадках, коли дії цих сил складаються сприятливо... численні конкуренти можуть одержувати високі прибутки від вкладеного капіталу. У бізнесах, де одна чи кілька сил діють несприятливо... далеко не усім фірмам вдається довго зберігати високі прибутки.

П'ять сил конкуренції визначають прибутковість бізнесу тому, що вони впливають на ціни, які можуть диктувати фірми, на витрати, що їм доводиться нести, і на розміри капіталовкладень, необхідні для того, щоб конкурувати в цій галузі” [44, с. 78].

Посилення конкуренції знижує загальний рівень прибутковості, тому що кожне підприємство-конкурент повинне здійснити відповідні додаткові витрати для збереження та посилення своєї конкурентної позиції [45].

Ряд вчених визнають наявність *потенціалу прибутковості підприємства* та вказують на чинники впливу на нього. Так, І. Ансофф оптимізацію потенціалу прибутковості встановлює в якості мети організації підприємницького типу поведінки, а шляхи її досягнення, як він вважає, визначаються взаємодією можливостей отримання прибутку та атрибутів управління [46, с. 237]. За теоремою Міллера-Модільяні вартість підприємства за задіяного рівня ризику визначається лише його потенційною прибутковістю і не залежить від структури капіталу та джерел його фінансування [47, с. 261-297]. В.О. Василенко та Т.І. Ткаченко вбачають зниження потенціалу прибутковості бізнесу у загрозі появи нових конкурентів і продуктів-замінників [48, с. 25]. Разом з тим, питання окреслення категорії потенціалу прибутковості підприємства та методів його оцінки залишаються недослідженими.

Таким чином, зі змістової точки зору усі відносні показники прибутковості можна прорангувати за двома параметрами – за широтою концепції прибутку, що знаходиться у чисельнику, та за широтою концепції витрат, ресурсів та капіталу, що стоїть у знаменнику. Крім того, заслуговує на увагу співвідношення показників різних видів прибутку.[49]

Як зазначає Брігхем Є. Ф. “прибутковість є загальним результатом поєднання засобів проведення курсу компанії і відповідних рішень” [⁵⁰, С. 119]. Павлова Л.Н. в [⁵¹, с. 388] прибутковість визначає як частку прибутку в одному з вартісних оціночних показників, а дохідність як порівняльну величину, яка характеризує відношення отриманого прибутку до базового показника [⁵²]с. 384]

Основи економічної теорії, за редакцією професорів Климка Г. Н. та Нестеренка В. П., виділяють прибутковість усього підприємства та прибутковість виробів конкретної партії продукції, а також загальну прибутковість підприємства — “норму прибутку як відсоткове відношення прибутку до авансованого капіталу” [⁵³, С. 233]. Так, Зазимко А. З. стверджує, що “прибутковість підприємства визначається як абсолютно (у грошовому виразі), так і відносно — у нормі прибутку” [⁵⁴, С. 150]. Отже, ми поділяємо думку, Климка Г. Н., Нестеренка В. П., Зазимка А. З. та Брігхема Є. Ф. щодо прибутковості підприємства, яка за економічною сутністю пов’язана з виробництвом прибутку, а не з одержанням пасивних доходів (наприклад, ренти, процента). Прибутковість підприємства як результат характеризується нормою і масою прибутку, які є головними орієнтирами і водночас показниками стану підприємства, критерієм ефективності виробництва. Маса прибутку виражає собою абсолютну величину прибутку в грошових одиницях і є приростом авансованої вартості, тобто відображає процес створення нової добавленої вартості. Норма прибутку показує ефективність управління капіталом, ступінь його зростання. Прибутковість підприємства є результатом дії багатьох факторів сфери виробництва, розподілу і обігу.

Будь-який підприємець зацікавлений в тому, щоб кожна одиниця витрат приносила йому все більшу масу і норму прибутку. Перевищення виручки від реалізації продукції над витратами виробництва і одержання маси прибутку виражає суть прибуткового господарювання. Прибутковість свідчить про наявність умов для здійснення ефективного процесу відтворення виробництва, самоокупності та самофінансування підприємства.

Таким чином, прибутковість підприємства як процес полягає в отриманні маси прибутку від авансованого капіталу у середньостроковому і довгостроковому періоді.

Олексієнко А.М. в «Економічному тлумачному словнику» визначає поняття «прибутковості інвестицій (прибутковість інвестицій / return on investment, ROI)» як показник, який характеризує співвідношення середньорічної суми чистого прибутку (доходу) до обсягу (суми) інвестицій [55]. Що стосується поняття «прибутковість капіталу», то в даному джерелі наводиться таке визначення: «Прибутковість капіталу (return on capital / equity, ROC, ROE) - показник, який характеризує співвідношення суми чистого доходу (прибутку) за певний період до середньорічної вартості власного капіталу в цьому періоді». Лозовський Л.М., Райзберг Б.А. і Ратнівський А.А. в «Універсальному бізнес-словнику» [56, с. 250] дають таке визначення: «Прибутковість капіталу (в обґрунтуванні ефективності інвестиційних проектів) – це прибуток компанії, виражений у відсотках на вкладений капітал, показник ефективності активів фірми».

Таким чином, прибутковість можна визначити як відносний показник, що розраховується як співвідношення прибутку (D), що генерується даними фінансовим активом, і величиною інвестиції (CI), вкладеним в цей актив, тобто в найбільш загальному вигляді він може бути представлений наступним чином:

$$k = \frac{D}{CI} \quad (1.1)$$

Залежно від виду фінансового активу прибутку D найчастіше виступають дивіденд, відсоток, приріст капіталізованої вартості. Цей показник вимірюється у відсотках або частках одиниці, перший вимірювач використовується для вербальної або описової характеристики фінансового активу, другий - при проведенні розрахунків.

В додатку В представлена систематизація підходів до оцінки прибутковості капіталу.

Аналіз підходів дозволяє зробити висновок про недостатню розробку ефективного інструментарію оцінки прибутковості капіталу підприємства, особливо, з різних джерел його формування. В той же час, теорія прибутковості інвестицій як важливий розділ фундаментальної економічної науки зробила за останні роки стрибок методичного розвитку. Принципова суть полягає у переході від статичної і вузько-локальної моделі ефекту до його динамічних систем; у відмові від єдиного і "єдино правильного" критерію економічного ефекту і перехід до багатокритеріальним моделям багаторівневого і багатofакторного виду. Разом з тим, існує проблема «технічного» підходу до вирішення завдань інвестиційного і фінансового аналізу без аналітичного виявлення закономірностей економічних процесів в макро - і мікросередовищі.

Більшість зазначених робіт орієнтоване на західний ринок, а накопичений переважно за кордоном досвід не завжди може бути застосований в сучасних українських умовах. Особливо гострі проблеми виникають при використанні ринкової інформації для цілей оцінки і прогнозування капіталу, а також при обліку високого ступеня невизначеності економіки країни. Як наслідок, необхідно знайти способи вирішення специфічних проблем ринкової економіки України.

Віленським П.Л., Виханский О.С., Волковим І.М., Герчикова І.М., Грязнова А.Г., Грачової М.В., Егеревої І.А., Рутгайзер В.М., Федотової М. А. розроблені нові підходи до оцінки вартості компанії, визначення критеріїв прийняття стратегічних рішень, оцінці ефективності проектів, аналізу та обліку невизначеності при прогнозуванні. У той же час, пропоновані авторами рішення не охоплюють всі виникаючі в даній області проблеми. Наприклад, залишається недослідженим питання визначення факторів вартості. Мало вивчені в умовах мінливої економічної середовища методи оцінки вартості компанії, які застосовуються фахівцями, а також взаємозв'язок різних методів між собою.

При цьому вважаємо, що вартісної підхід до управління капіталом підприємства не дає можливості давати точні оцінки прибутковості капіталу,

моделювати зміни зовнішнього і внутрішнього середовища. Підхід більше застосовується при купівлі-продажу фірми.

Сутність підходу, заснованого на оцінці рентабельності капіталу підприємства, розкрита в роботах Сафіна Р.І., Наумової Н.В., Рубана Т.Є., Черненко А.Ф. У роботах прибутковість капіталу розраховується на основі бухгалтерської звітності без виявлення закономірностей зміни показника під впливом зовнішнього середовища.

Підхід, заснований на оцінці прибутковості реальних і фінансових активів фірми не дозволяє отримати відповіді на такі суттєві питання, що виникають в процесі оцінки та аналізу прибутковості:

- як змінюється прибутковість капіталу у випадку змін умов реалізації інвестиційного проекту;
- як інфляційні процеси впливають прибутковість капіталу;
- як впливає структура капіталу на прибутковість капіталу;
- яким чином моделювати вхідні параметри моделі для збільшення прибутковості капіталу.

Дисконтовані методики оцінки капіталу не дають можливість повноцінно враховувати ризик вкладення коштів, а моделі оцінки прибутковості фінансових активів корисні при виборі потенційними інвесторами країни для вкладення вільних фінансових ресурсів. Проте для практичної інвестиційної діяльності на рівні окремого виробника вони мало інформативні.

В роботах [⁵⁷,с. 273] нами були узагальнені методичні проблеми оцінки прибутковості інвестованого капіталу. Схематично дані проблеми зображені на рис. 1.9.

Крім того, при оцінці та прогнозування капіталу підприємства важливим є аналіз фактору часу. В [⁵⁸,с. 79-80] нами визначено, що до основних аспектів впливу фактору часу при оцінці доходу на капітал, можна віднести:



Рис. 1.9. Методичні проблеми оцінки прибутковості інвестованого капіталу

1. Науково-технічний прогрес. Збільшення часового розриву між впровадженням нових технологій одного підприємства і рівнем інноваційного розвитку в галузі, сприяє конкурентній стійкості підприємства і отримання більшої норми прибутковості на капітал. Використання досягнень НТП дозволяє здешевлювати вартість споживаних засобів виробництва (машин, сировини, енергії тощо) і збільшувати обсяг капіталу.

2. Інфляція. Дія інфляції виявляється в: 1) можливе знецінення грошових надходжень в майбутньому; 2) в необхідності зіставлення різночасних витрат, результатів і ефектів. Вплив інфляції на прибутковість капіталу носить складний характер і, в залежності від конкретних умов, може розглядатися як позитивний чи негативний фактор.

3. Циклічність і сезонність економічних процесів. Зниження віддачі на капітал може бути наслідком не тільки погіршення фінансового стану підприємства, але і наслідком якихось об'єктивних циклічних процесів протікають на рівні не тільки підприємства, але і країни в цілому.

4. Зміна у часі економічних нормативів та умов діяльності (ставок податків, мит, акцизів, розмірів мінімальної місячної оплати праці тощо).

5. Можливе виникнення упущеної вигоди в наслідок несвоєчасного прийнятого рішення.

6. Динамічність техніко-економічних показників підприємства.

Таким чином для реалізації інвестиційного потенціалу важливого значення набуває потреба дослідження динамічних властивостей часу як чинника економічної реальності, моделей часового виміру, побудови альтернатив траєкторій руху економічних процесів та координації взаємодії матеріальних і нематеріальних факторів, інституційних і технологічних систем, реальних і грошово-фінансових потоків.

Рішенням багатьох методичних проблем оцінки та прогнозування прибутковості інвестованого капіталу стало створення економіко-математичних методів оптимального (включаючи лінійне) програмування. Характеристиками даних методів є: незвичайна для вітчизняних економістів старої школи широта бачення і постановки завдань; строгість модельного їх зображення; чіткий поділ понять критерію та ресурсних обмежень; формування поняття тіньових цін ("об'єктивно обумовлених оцінок"); багатоваріантний пошук рішення; можливість сценарної опрацювання проблеми шляхом "розгойдування" системи задаються обмежень і, нарешті, - відповідальне ставлення до поняття оптимуму (рішення проблем № 1,2 рис. 1.9).

Однак, незважаючи на широке застосування в багатьох областях методів регресійного і кореляційного аналізу в силу ряду об'єктивно притаманних їм особливостей, вони так і не стали досить надійним інструментом господарської та інвестиційної діяльності підприємств. Практика показує, що з одного й того ж масиву даних цими методами можна отримувати сильно різняться набори та оцінки найбільш впливових чинників. Дуже часто коефіцієнти кореляції окремих факторів суперечать елементарній логіці. У більшості випадків ці методи не можна екстраполювати на прогнозні розрахунки, оскільки знайдені цими методами залежно дієві тільки в межах спостерігалися умов функціонування об'єктів. Даний клас моделей дає опис фактичної діяльності об'єкта при всіх мають місце звичайних недоліки організації виробництва та низької ефективності господарювання. У цілому слід розуміти, що моделі кореляційного типу мало пристосовані для

потреб довгострокового планування та прогнозування економічних перспектив розвитку підприємства.

При цьому більшість економіко-математичних методів, орієнтованих на прогнозування параметрів і процесів вимагає в тій або іншій мірі обліку чинника старіння використовуваної інформації. Область застосування окремих методів при вирішенні завдань прогнозування мікро-і макропроцесів показана в табл. 1.2.

Таблиця 1.2

Напрямки і методи прогнозу мікро-і макропроцесів

	Методи прогнозування	Коротко-строкове	Середньо-строкове	Довго-строкове
1	Кореляційно-регресійний аналіз тимчасових тенденцій **	++	++	-
2	Метод експоненціального згладжування **	+	++	-
3	Екстраполяція тимчасових тенденцій по відбиваючим кривих **	-	-	+
4	Метод статистичного моделювання часових тенденцій **	++	++	-
5	Анкетні опитування експертів	+	++	-
6	Вироблення колективної думки експертів	-	++	+
7	Системний аналіз результатів фундаментальних досліджень *	-	+	++
8	Структурні схеми цілей розвитку економічної системи та її окремих підсистем	-	-	+
9	Сценарій дій економічних структур	-	+	++
10	Ігрове моделювання **	-	++	+
11	Морфологічний аналіз *	-	+	++
12	Історична аналогія *	-	-	+

«-» - Застосування методу прогнозування неможливе або недоцільне;

«+» - Застосування методу прогнозування доцільно і обгрунтовано;

«+ +» - Метод знаходить переважне застосування при прогнозуванні;

* - Метод прогнозування вимагає періодичного обліку чинника старіння інформації;

** - Застаріла вихідна інформація може зробити істотний вплив на кінцевий результат (облік чинника старіння інформації вимагає постійного обліку в реальному масштабі часу).

Незважаючи на істотні відмінності між типами інвестицій і різноманіття умов їх реалізації, побудова оціночних і прогностичних моделей повинні здійснюватися на основі єдиних обґрунтованих принципів. В [59], які можна розділити на три групи (табл. 1.3):

1) методологічні, найбільш загальні, що забезпечують при їх застосуванні раціональне поведінка економічних суб'єктів незалежно від характеру і цілей проекту;

2) методичні, що забезпечують економічну обґрунтованість оцінок ефективності проектів і рішень, прийнятих на їх основі;

3) операційні, дотримання яких полегшить і спростить процедуру оцінок ефективності проектів і забезпечить необхідну точність оцінок.

Таблиця 1.3

Принципи оцінки прибутковості інвестованого капіталу

Методологічні	Методичні	Операційні
Вимірність	Порівняння ситуацій "з проектом" і "без проекту"	Взаємозв'язок параметрів
Порівнянність	Унікальність	Моделювання
Вигідність	Субоптимізація	Організаційно-економічний механізм реалізації проекту
Узгодженість інтересів	Некерованість минулого	Багатостадійність оцінки
Платність ресурсів	Динамічність	Інформаційна та методична узгодженість
Максимум ефекту	Тимчасова цінність грошей	Симпліфікація
Системність	Неповнота інформації	
Комплексність	Структура капіталу	
	Багатовалютність	

Слід враховувати, що інструментарій оцінки і прогнозування ефективності інвестицій не повинен бути пасивний, а спрямований на автоматичне моделювання вихідних макро-і мікропараметров для підвищення результативності вкладень, що оптимізують як соціальний, так і економічний ефект. Причиною цьому є те, що інвестиційний проект розтягнутий у часі і для кожного варіанта його значимість (як громадська, так і економічна) буде різною. Наявність декількох учасників інвестиційного

проекту зумовлює розбіжність їхніх інтересів, різне ставлення до пріоритетності різних проектів. Для кожного учасника є характерним формування специфічних потоків грошових коштів для розрахунку показників ефективності і, як наслідок, можливе розбіжність результатів оцінки і рішення про участь у проекті. Тому слід визначити ефективність проекту для кожного безпосереднього учасника. Як показує практика, економіко-математична модель дає можливість враховувати та прогнозувати не тільки процеси, що відбуваються всередині організації, але і вплив зовнішніх факторів. Іншою важливою перевагою економіко-математична моделі є її можливість відображати причинно-наслідкові зв'язки між вартістю активів і результатами діяльності організації. Крім того, це дасть змогу зрозуміти природу формування прибутковості капіталу, та своєчасно приймати управлінські рішення.

Без вирішення зазначених завдань методична база економічної оцінки проектів представляється не повною, що може служити перешкодою розвитку інвестиційних процесів.

1.3 Просторово-часова динаміка прибутковості промислових підприємств України

Трансформація форм власності і динамічність змін внутрішнього та зовнішнього середовища підприємства в умовах дії механізму ринкової регуляції висувають серйозні вимоги до глибини аналізу господарчої діяльності підприємства для якісних та своєчасних управлінських рішень. Для розвитку методологічних положень оцінки та прогнозування прибутковості капіталу як інструменту формування інвестиційної стратегії підприємства перш за все необхідно провести аналіз стану та чинників, що обумовлюють розвиток підприємств хімічного виробництва та виробництва машин та устаткування в економічній системі країни, визначення їх сильних та слабких сторін.

Виробництво машин та устаткування займає одне з ключових місць в вітчизняній промисловості та економіці. Воно вирізняється серед інших галузей високою наукоємністю та низькою ресурсоємністю. Продукція має високу частку доданої вартості. Все це надає машинобудівній галузі ряд конкурентних переваг порівняно з сировинно-переробними галузями промисловості і сприяє більш швидкому розвитку. Взагалом вітчизняний машинобудівний комплекс включає 11073 підприємств, з яких 136 – великих, 1750 – середніх та 9187 малих [60, с.5]. Слід зауважити про зменшення частки машинобудування в структурі промислового комплексу. Так, якщо 1991 р. частка машинобудування складала 30% промислового виробництва, то в 2008 р. склала лише 13,7%. [61, с.132; 62, с. 110]. В той час цей показник в Німеччині становить 53,6%, в Японії – 51,5%, Англії – 39,6%, Італії – 36,4%, Китаї – 35,4% [63, с. 21]. Тільки такий рівень розвитку машинобудування забезпечує технічне переоснащення всієї промисловості кожні 7-10 років. В Україні цей показник навіть у відносних величинах у 2- 2,% рази нижче, що є основно. Причиною відставання вітчизняної промисловості за технічним рівнем від розвинутих країн. Велике значення для України має експортний потенціал галузі. Вироби з українською маркою, зокрема устаткування для

металургійної, хімічної промисловості, для енергетичного сектору, широко відомі у 80 країнах світу. Найбільшими імпортерами є Росія, Німеччина, Туркменістан, Індія, Китай, Іран.

Попит на продукцію машинобудівної галузі формується як з боку вітчизняних підприємств, так і підприємств країн СНД, спрямований на оновлення основних фондів суміжних галузей (будівництва, транспорту, добувної промисловості, сільського господарства). Слід зазначити, що в країнах СНД – основних торговельних партнерах країни, як і в Україні, стан основних фондів (в першу чергу, інфраструктурних та виробничих) є фізично і морально зношеним та потребує термінового оновлення. Це буде сприяти збільшенню споживання машинобудівної продукції в даних країнах в найближчій перспективі. В той же час, вітчизняним виробникам стає все важче конкурувати з виробниками з третіх країн та російськими підприємствами. Без суттєвого оновлення модельного ряду та підвищення якості готової продукції перспективні ринки країн СНД можуть бути втрачені для вітчизняних виробників, що буде мати негативний вплив на промисловий комплекс в цілому. Задачі забезпечення сталого росту в машинобудуванні України мають включати зниження енергомісткості та матеріаломісткості виробництва товарів та послуг, а також більш раціональне використання трудових ресурсів у відповідності до сучасних тенденцій НТП та інтернаціоналізації.

На рис. 1.10 приведена динаміка індексу виробництва машин та устаткування за 2000 - 2010 р. Аналіз динаміки індексу виробництва машин та устаткування дозволяє зробити висновок про зниження обсягу виробництва починаючи з 2003 року. Причиною зменшення виробництва та його стрімкого падіння в 2009 р. зокрема стали наступні фактори:

- обмеження платоспроможного попиту населення у поєднанні із скороченням обсягів фінансування майже з усіх джерел (обмеження кредитування, встановлення більш жорстких умов для отримання кредитів, підвищення відсоткових ставок на кредити внаслідок погіршення ліквідності

банківських установ) спричинили згортання попиту на машинобудівну продукцію як населення, так і інвесторів.

- скорочення зовнішнього попиту на машинобудівну продукцію. внаслідок рецесійних процесів у світовій економіці, що привело до втрат експортерами зовнішніх ринків збуту.

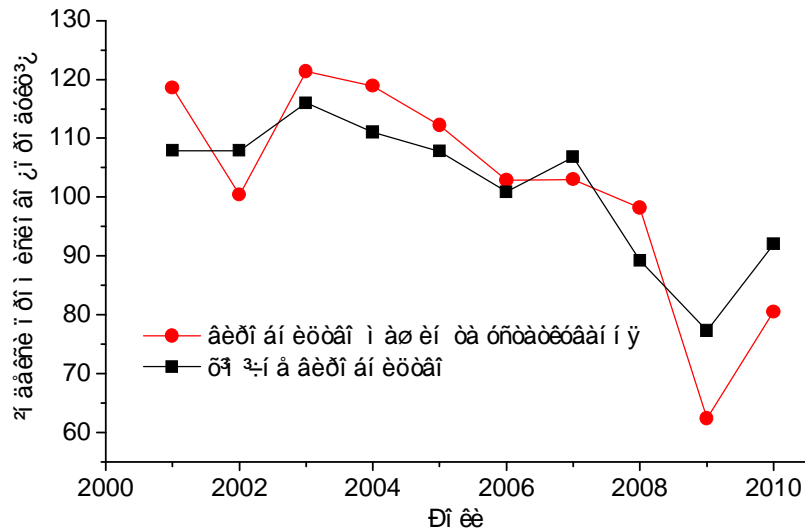


Рис. 1.10. Індекси промислової продукції (відсотків до попереднього року)

Враховуючи високу залежність машинобудівної галузі від традиційних зовнішніх ринків збуту продукції (головним чином, російського) та низький рівень диверсифікації зовнішніх ринків, даний фактор виступає суттєвим обмеженням щодо розвитку машинобудування.

Потенціал же хімічної промисловості України сформувався здебільшого завдяки розвитку централізованої планової економіки в минулому найсильнішому на континенті геополітичної держави. Розпад Радянського Союзу на початку 90-х призвела до кризи промисловості: у 1991-1999 роках випуск хімічної продукції в Україну скоротився майже на 60%. В той же час, оскільки вона була здебільшого орієнтована на експорт, вона в меншій мірі відчула економічну кризу пострадянського простору. Товарне виробництво в хімічному комплексі України розвивається сьогодні в умовах збереженої сировинної монокультури експорту і високої імпортової насиченості внутрішнього ринку, що активно розвивається. Враховуючи найбільшу залежність цієї галузі від ціни газу, динаміка її виробництва стала

індикатором здатності національної виробничої системи адаптуватися до нових цінових параметрів.

Загалом хімічний комплекс України характеризується низькою ціновою конкурентоспроможністю внаслідок застарілості основних фондів (за різними оцінками, від 60% - до 80%) і зростання витрат виробництва через подорожчання сировинних ресурсів і збільшення тарифів. Найліпше продаються за кордон мінеральні добрива (25% усього "хімічного" експорту) і неорганічна хімія (37%). На перешкоді до розвитку експорту стоять антидемпінгові розслідування у США і ЄС. [64]

Загалом, ситуація в хімічній промисловості пов'язана з розвитком аналогічних ринків Російської Федерації, де виробництво є досить подібним до виробничої структури України, а обсяги споживання зазначеної продукції суттєво перевищують обсяги українського ринку. Чинником, що надає суттєву перевагу російським промисловим виробникам в енерговитратних видах виробництв, є підвищення цін на енергоносії і, в першу чергу, російський природний газ для українських споживачів. В такій ситуації, запобігти зниженню конкурентоспроможності української продукції можна, впроваджуючи енергозберігаючі технології виробництва, що за умови обмеженого часу, потребує розроблення та реалізації відповідної державної програми.

На рис. 1 приведена динаміка індексу хімічного виробництва за 2000 - 2010 р. Аналіз динаміки індексу виробництва машин та устаткування дозволяє зробити висновок про зниження обсягу виробництва починаючи з 2003 року. Причиною зменшення виробництва та його стрімкого падіння в 2009 р. зокрема стали наступні фактори:

- падіння зовнішнього попиту на продукцію;
- технологічні обмеження національних виробництв, що виступають основним стримуючим фактором розвитку. В результаті зростання собівартості виробництва вітчизняні підприємства продовжують відчувати значний конкурентний тиск з боку підприємств Росії, Білорусії та Узбекистану, де вартість природного газу є значно нижчою;

- зростання імпорту хімічної продукції, що може стати загрозою поступового витіснення хімвиробника з внутрішнього ринку.

На рис. 1.11 приведені дані по фінансовому результату від звичайної діяльності до оподаткування підприємств хімічного виробництва та виробництва машин та устаткування.

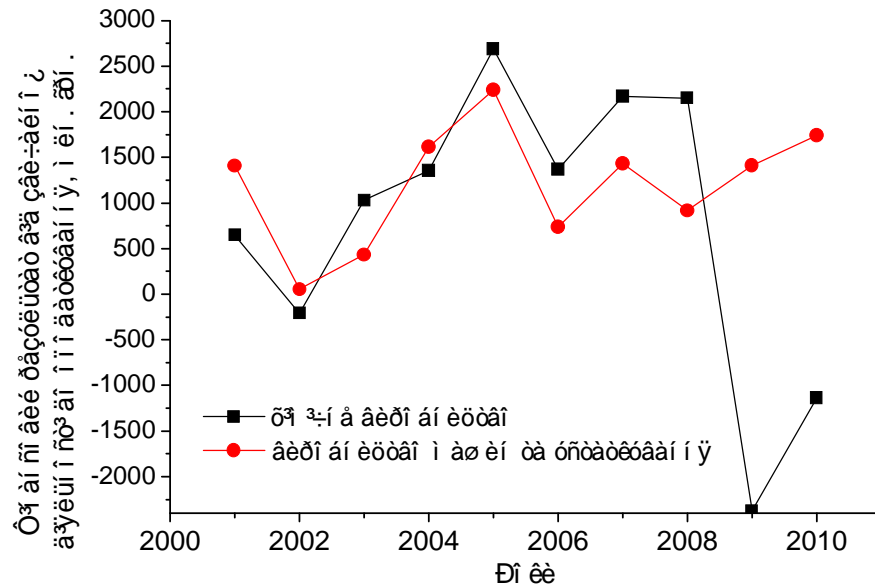


Рис. 1.11. Фінансовий результат від звичайної діяльності до оподаткування підприємств хімічного виробництва та виробництва машин та устаткування

Аналізуючі дані, можна підтвердити той факт, що хімічне виробництво та виробництво машин та устаткування є досить інтегрованими у світовий ринок і тому високозалежними через свою експортоорієнтованість від ситуації на зовнішніх ринках. Тому усі світові тенденції знаходять своє відображення на динаміці внутрішнього виробництва. Зокрема, в [65, С.293-298] нами було проаналізовано наслідки вступу України в світову організацію торгівлі для виробників хімічної продукції та машин і устаткування. Зроблено висновок, підприємства мають можливість як втратити, так і багато придбати внаслідок вступу в СОТ.

В табл. 1.4. приведений аналіз сучасних тенденцій та факторів розвитку хімічного виробництва та виробництва машин та устаткування в Україні

Таблиця 1.4

Аналіз сучасних тенденцій та факторів розвитку хімічного виробництва та виробництва машин та устаткування в Україні

	Хімічне виробництво	Виробництва машин та устаткування
1	2	3
Призначення виробництва	<ul style="list-style-type: none"> - забезпечує всі галузі господарства України хімічними технологічними матеріалами (промисловість, сільське господарство, будівництво, транспорт та інш.)та виробляє товари масового споживання; - одне з найважливіших складових господарства; - впливає на науково-технічний прогрес інших галузей; - здатне створювати нові матеріали; - Україна має потужну сировинну базу для хімічної промисловості. 	<ul style="list-style-type: none"> - галузь створює знаряддя праці - найважливіший елемент продуктивних сил, успішна діяльність якої визначає ефективність функціонування супутніх їй комплексів та галузей; - продукція відноситься до товарів інвестиційного спрямування; - продукція має високу частку доданої вартості.
Особливості процесу виробництва	<ul style="list-style-type: none"> - необхідність обладнання з вузькою спеціалізацією; - можливість вибору різних джерел сировини для виробництва однієї і тієї ж продукції; - висока матеріаломісткість та енергомісткість виробництва; - високий ступінь автоматизації виробництва і низька частка живої праці; - здатність швидко переорієнтуватись на виробництво нових видів продукції; - широке комбінування форм організації виробництва; - складні технологічні цикли, унікальне великотоннажне обладнання, комбінування технологій і продуктової спеціалізації. 	<ul style="list-style-type: none"> - висока диференціація технологічного процесу; - високий рівень спеціалізації технологічних операцій; - безперервність технологічного процесу і виробництва в цілому, що пов'язано з синхронністю операцій, оптимальними режимами обробки напівфабрикату, транспортуванням, складуванням та управлінням; - прямоточність та ритмічність технологічного процесу; - автоматизація і оснащення мікропроцесорної технікою, що забезпечує інтенсифікацію технології, підвищення рівня управління, якості продукції та ефективності виробництва; - гнучкість технологічного процесу, тобто простота перебудови або поднастройки на випуск інших видів виробів.
Особливості процесу управління капіталом	<ul style="list-style-type: none"> - економічна ефективність хімічних виробництв залежить від науково-технічного рівня технологічних процесів; - висока енерго-, матеріало-та фондомісткість в собівартості хімічних продуктів (енергія - 10-12%, матеріальні витрати - 65-85%, амортизація - 11%); - відносно низькі витрати живої праці (в 2-3 рази нижче на одиницю продукції, ніж в машинобудуванні або в легкій промисловості); - низька цінова конкурентоспроможність внаслідок застарілості основних фондів. 	<ul style="list-style-type: none"> ступінь зносу основного капіталу приблизно становить 68,9%; -висока працемісткість і фондомісткістю (автомобіле- й тракторобудування, дизелебудування, устаткування для легкої, харчової та поліграфічної промисловості); мала металомісткість (радіотехнічна та електронна промисловість, приладобудування); витрати на сировину і матеріали складають від 40 до 85%, витрати на зарплату 8-15%, витрати на транспорт від 15 до 25%, витрати на електроенергію 8-15% (важке машинобудування)

Продовж. табл. 1.4

1	2	3
Позитивні чинники впливу на прибутковість	<ul style="list-style-type: none"> - зростання виробництва імпортозамінної продукції (синтетичний аміак, азотні добрива, кальцинована сода, органічні хімічні сполуки); - зростання потреби в нових матеріалах та речовинах, які не зустрічаються в природі або за властивостями перевершують природні аналоги. 	<ul style="list-style-type: none"> - активізація діяльності підприємств галузі внаслідок: зростання інвестиційної активності в країні; розвитку споживчого кредитування; - зростання доходів населення; - високий ціновий параметр конкурентоспроможності; - скасування переважної більшості заходів державної підтримки, що суперечать міжнародним нормам і зобов'язанням України.
Негативні чинники впливу на прибутковість	<ul style="list-style-type: none"> - не проведено реструктуризації галузі; - висока собівартість виробництва; - зовнішня торгівля галузі переважно сировиною та продукцією з неглибоким ступенем переробки (у близько 60% експорту); - низький технічний і технологічний рівень виробництв; - низький рівень сертифікації галузевої продукції. - слабкий пошук компенсуючих джерел сировини, неспроможність галузі проникнути до нових товарних ринків. - застарілі технології, зношеність технологічного обладнання; - скорочення попиту на внутрішньому ринку; - нестабільність цін на енергоносії і перебої, пов'язані з їх імпортом, подорожчання транспортних послуг, неплатоспроможність і порушення галузевої структури; - низька вартість природного газу у РФ та Білорусі призводить до зменшення конкурентоздатності вітчизняної продукції на внутрішньому і зовнішньому ринках. 	<ul style="list-style-type: none"> - нерозвиненість внутрішнього ринку для багатьох видів машинобудівної продукції; - порівняно низька купівельна спроможність споживачів; - незавантаженисть виробничих потужностей підприємств; - зменшення продуктивності праці; - застарілість технологій і відсутність ресурсів для комплексної технологічної перебудови виробництв; - низький рівень відповідності європейським стандартам.
Огляд виробництва в ЄС	<ul style="list-style-type: none"> - зростання імпорту в ЄС кінцевої продукції хімії, що негативно впливає на ціни та стан хімічних виробників ЄС; - висока собівартість виробництва; - висока енергомісткість зумовлює потребу в захисті довкілля та впровадження енергоощадних технологій; - потреба у вдосконаленні каналів постачання та логістичних систем. 	<ul style="list-style-type: none"> - посилення захисту прав інтелектуальної власності; - підвищена увага до питань, пов'язаних з інноваціями; - проблема захисту довкілля; - постійне оновлення технічних стандартів; - сприяння доступу до світових ринків.

З одного боку, продукція багатьох із них відразу після вступу виявиться неконкурентоспроможною. З іншого — ті з підприємств, які у стислий термін зуміють переорієнтувати свої потужності й розпочати випуск із використанням якісних імпортних комплектуючих, досить швидко зможуть завоювати не лише внутрішній, а й зовнішні ринки.

На основі даних статистичної бази даних AMADEUS за період 1999-2009 рр. було розрахована та проаналізована просторово-часової динаміка прибутковості капіталу підприємств України. В роботі [⁶⁶, с. С. 282 - 293] нами визначено, що для аналізу просторово-часової динаміки прибутковості капіталу підприємств доцільно використовувати відносні показники. Прибутковість більш повно, порівняно з прибутком, відображає результат діяльності підприємства та показує ефект від наявних і використаних ресурсів.

Для аналізу прибутковості капіталу підприємств використовувалися наступні показники:

- прибутковість акціонерного капіталу (return on shareholders' funds – *ROSF*, %) – відношення чистого прибутку підприємства до акціонерного капіталу;
- прибутковість інвестованого капіталу (return on invested capital – *ROIC*, %) - відношення чистого операційного прибутку до середнього за період суми загального капіталу;
- прибутковість активів (return on assets *ROA*, %) - відношення операційного прибутку до середнього за період розміром сумарних активів;
- коефіцієнт капіталізація (capitalization ratio, %) - процентне співвідношення позичкового та власного капіталу компанії.

На основі аналізу результатів діяльності 1662 підприємств хімічного виробництва та 5220 підприємств виробництва машин та устаткування були розраховані *ROSF*, *ROIC*, *ROA* та показник капіталізації (табл. 1.5, табл. 1.6). Результати розрахунків, дозволяють зробити висновок про зниження рівня прибутковості капіталу підприємств хімічного виробництва.

**Динаміка прибутковості капіталу підприємств хімічного
виробництва 2000-2007 рр.**

Категорія	Показник прибутковості *	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Дуже велике	Прибутковість акціонерного капіталу	4,18 (20)**	11,32 (22)	16,33 (22)	22,29 (23)	8,88 (24)	9,95 (26)	8,94 (25)	-16,43 (25)
	Прибутковість інвестованого капіталу	11,24 (15)	6,88 (20)	12,70 (22)	20,25 (23)	10,08 (23)	11,09 (26)	9,72 (25)	-7,25 (25)
	Прибутковість активів	7,38 (20)	4,02 (22)	3,84 (23)	9,84 (23)	6,08 (26)	8,14 (27)	3,07 (27)	1,30 (27)
	Капіталізація	10,70 (20)	139,72 (23)	33,97 (22)	29,71 (23)	45,37 (23)	45,69 (25)	43,14 (25)	92,13 (25)
Велике	Прибутковість акціонерного капіталу	22,53 (45)	16,76 (61)	7,34 (60)	6,28 (60)	14,28 (65)	16,49 (65)	17,55 (67)	6,98 (66)
	Прибутковість інвестованого капіталу	11,88 (29)	25,85 (38)	3,8 (45)	6,45 (47)	11,01 (56)	16,12 (55)	17,71 (54)	13,22 (58)
	Прибутковість активів	9,82 (47)	9,54 (61)	5,35 (66)	3,6 (72)	7,1 (74)	8,71 (74)	6,08 (72)	5,52 (69)
	Капіталізація	22,06 (38)	67,12 (49)	108,18 (51)	39,30 (51)	127,36 (57)	170,52 (58)	90,15 (60)	110,26 (60)
Середнє	Прибутковість акціонерного капіталу	-7,66 (42)	27,69 (223)	22,35 (236)	31,21 (260)	28,79 (300)	34,19 (311)	9,02 (309)	18,56 (289)
	Прибутковість інвестованого капіталу	-10,63 (18)	12,66 (54)	8,91 (59)	14,53 (69)	12,19 (78)	20,32 (101)	16,49 (111)	18,12 (116)
	Прибутковість активів	-1,2 (45)	11,17 (248)	6,69 (68)	7,22 (299)	7,24 (331)	7,91 (349)	4,09 (343)	4,09 (335)
	Капіталізація	88,05 (103)	66,28 (125)	146,8 (139)	232,29 (169)	343,77 (169)	278,59 (180)	161,58 (184)	181,30 (191)
Мале	Прибутковість акціонерного капіталу	3,82 (9)	34,03 (421)	32,31 (446)	27,15 (554)	26,72 (607)	28,00 (614)	9,73 (561)	5,762 (498)
	Прибутковість інвестованого капіталу	0,37 (4)	23,61 (16)	6,41 (11)	-12,43 (13)	-0,09 (16)	-13,38 (13)	-2,4 (8)	6,18 (6)
	Прибутковість активів	-5,81 (10)	12,11 (530)	8,76 (543)	7,71 (691)	7,04 (767)	7,18 (769)	1,55 (703)	3,01 (630)
	Капіталізація	276,76 (102)	302,69 (123)	309,85 (150)	283,41 (157)	224,20 (156)	272,99 (158)	210,41 (145)	304,92 (126)

*показники (прибутковість акціонерного капіталу, прибутковість інвестованого капіталу, прибутковість активів) розраховані як середнє значення по відповідній категорії підприємств. Показник капіталізації розрахований лише для підприємств, що мають позичковий капітал.

** кількість підприємств, по яких розраховано середнє значення.

**Динаміка прибутковості капіталу підприємств, що займаються
виробництвом машин та устаткування за 2000-2007 рр.**

Категорія	Показник прибутковості *	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Дуже велике	Прибутковість акціонерного капіталу	0,41 (38)**	4,44 (42)	1,6 (43)	-1,8 (43)	8,556 (46)	6,2 (45)	-1,4 (45)	-7,69 (44)
	Прибутковість інвестованого капіталу	0,83 (28)	5,26 (32)	2,86 (35)	-0,11 (36)	7,91 (41)	8,46 (40)	2,17 (39)	2,73 (40)
	Прибутковість активів	1,06 (38)	2,44 (43)	-0,036 (44)	1,47 (45)	3,22 (47)	2,13 (47)	0,21 (47)	1,08 (46)
	Капіталізація*	6,3 (43)	8,06 (41)	11,77 (43)	18,13 (44)	33,53 (45)	38,88 (46)	56,49 (46)	123,63 (44)
Велике	Прибутковість акціонерного капіталу	1,86 (138)	13,11 (180)	6,23 (185)	7,99 (200)	12,93 (207)	5,52 (209)	5,09 (208)	-0,53 (204)
	Прибутковість інвестованого капіталу	5,35 (55)	9,64 (89)	5,48 (112)	7,19 (125)	10,10 (139)	8,33 (139)	11,51 (142)	3,29 (147)
	Прибутковість активів	1,52 (138)	4,86 (181)	2,33 (188)	3,09 (201)	3,47 (214)	2,98 (216)	2,64 (215)	1,66 (214)
	Капіталізація	13,75 (134)	15,36 (156)	20,13 (161)	112,59 (176)	35,48 (175)	42,86 (168)	53,68 (175)	80,63 (185)
Середнє	Прибутковість акціонерного капіталу	0,75 (189)	34,67 (755)	19,91 (755)	28,61 (876)	28,92 (933)	19,58 (955)	12,66 (933)	13,31 (896)
	Прибутковість інвестованого капіталу	1,63 (40)	5,00 (110)	0,39 (134)	4,65 (149)	18,91 (160)	11,13 (186)	0,46 (216)	14,86 (215)
	Прибутковість активів	-0,36 (191)	12,52 (789)	7,06 (812)	9,14 (938)	7,81 (1011)	7,32 (1032)	3,93 (1019)	3,38 (993)
	Капіталізація	121,89 (362)	84,72 (399)	137,83 (400)	79,56 (423)	85,17 (431)	75,11 (453)	131,33 (454)	131,31 (444)
Мале	Прибутковість акціонерного капіталу	-9,93 (75)	46,01 (1669)	37,88 (1598)	37,26 (2017)	32,66 (2123)	31,85 (2088)	10,37 (1887)	11,54 (1755)
	Прибутковість інвестованого капіталу	-10,79 (14)	26,28 (38)	17,78 (24)	-0,04 (31)	18,48 (29)	12,32 (24)	15,82 (16)	43,24 (10)
	Прибутковість активів	-5,47 (78)	13,9 (1896)	10,74 (1886)	11,31 (2349)	10,91 (2486)	9,7 (2460)	2,5 (2208)	3,91 (2035)
	Капіталізація	123,16 (364)	112,8 (386)	143,69 (400)	124,18 (419)	170,84 (377)	216,11 (379)	229,03 (309)	211,2 (266)

*показники (прибутковість акціонерного капіталу, прибутковість інвестованого капіталу, прибутковість активів) розраховані як середнє значення по відповідній категорії підприємств. Показник капіталізації розрахований лише для підприємств, що мають позичковий капітал.

** кількість підприємств, по яких розраховано середнє значення.

Малі та середні підприємства мають більше значення прибутковості інвестованого капіталу порівняно з великими та дуже великими, але відсоток підприємств, що здійснюють інвестування, дуже малий. Аналізуючи *ROSF* та *ROA*, важко визначити, яка категорія підприємств є більш прибутковою. Однак спостерігається тенденція до зниження рівня *ROA*: якщо в 2001 р. середня прибутковість активів по галузі складала 9,21%, то в 2007 р. - 3,48%. Для підприємств машинобудівної галузі також спостерігається тенденція до зменшення їх прибутковості. Причому, прибутковість активів є меншою за прибутковість акціонерного капіталу та прибутковість інвестованого капіталу за всіма категоріями підприємств. Аналіз результатів розрахунків, приведених в табл. 1.6, дозволяють зробити висновок, що малі та середні підприємства є більш прибутковими.

Якщо у 2007 р. для великих (дуже великих) підприємств показники *ROSF* та *ROIC* становили -0,53% (-7,69) та 3,29% (2,73%) відповідно, то для середніх (малих) підприємств вони становили 13,31 (11,54) та 14,86 (43,24). *ROA* середніх та малих підприємств (3,38% та 3,91% відповідно) вища ніж у великих та дуже великих (1,66% та 1,08% відповідно).

Порівнюючи *ROSF* українських підприємств хімічної галузі з аналогічними європейськими підприємствами, можна зробити висновок про нижчу прибутковість акціонерного капіталу (табл. 1.7). Однак за показником прибутковості активів та рівнем прибутковості інвестованого капіталу Україна порівняно з підприємствами інших країн має середнє значення прибутковості.

Однак, порівнюючи значення прибутковості вітчизняних машинобудівних підприємств з підприємствами інших країн, можна зробити висновок про низьку прибутковість майже за всіма показниками.

Показники прибутковості підприємств за країнами (2008 р.)

Країна	Хімічна галузь			Машинобудівна галузь		
	ROSF	ROIC	ROA	ROSF	ROIC	ROA
Бельгія	9,7 (в)* 2,9 (м)	17,6 (в) 13,3 (м)	5,8 (в) 5,1 (м)	-	-	-
Іспанія	7,5 (в) 7,8 (м)	12,3 (в) 13,8 (м)	6,3 (в) 0,7 (м)	14,7 (в) 14,6 (с)	17,7 (в) 18,2 (с)	6,9 (в) 5,7 (с)
Франція	14,3 (в) 3,1 (м)	18,4 (в) 3,5 (м)	6,2 (в) 1,34 (м)	27,6 (в) 25,8 (с)	19,7 (в) 23,5 (с)	7,6 (в) 8,5 (с)
Фінляндія	24,2 (в) 27,2 (м)	24,0 (в) 6,3 (м)	11,2 (в) 1,3 (м)	-	-	-
Німеччина	43,0 (в) 17,8 (м)	17,9 (в) 11,9 (м)	8,8 (в) 10,0 (м)	-	-	-
Чехія	13,1 (в) - 4,6 (м)	13,9 (в) -6,5 (м)	9,4 (в) 0,9 (м)	21,4 (в) 28,4 (с)	21,0 (в) 26,1 (с)	8,1 (в) 11,9 (с)
Угорщина	15,7 (в) 10,3 (м)	23,7 (в) -1,6 (м)	5,3 (в) 5,6 (м)	19,2 (в) 17,8 (с)	21,3 (в) 14,3 (с)	8,1 (в) 8,9 (с)
Польща	21,5 (в) 15,8 (м)	22,9 (в) 13,7 (м)	11,6 (в) 3,9 (м)	25,3 (в) 33,7 (с)	30,6 (в) 30,9 (с)	10,4 (в) 14,3 (с)
Румунія	-1,3 (в) 26,5 (м)	8,8 (в) 26,5 (м)	11,9 (в) 5,4 (м)	7,8 (в) 34,5 (с)	11,7 (в) 27,0 (с)	5,7 (в) 11,1 (с)
Україна	6,9 (в) 5,8 (м)	13,2 (в) 6,2 (м)	5,5 (в) 3,0 (м)	-0,5 (в) 13,3 (с)	3,3 (в) 14,9 (с)	1,7 (в) 3,4 (с)

*категорія підприємства («в» - велике, «м» - мале, «с» - середнє)

Якщо проводити аналіз прибутковості у розрізі форм власності (табл. 1.8), то для хімічних підприємств найбільш прибутковими є дочірні, підприємства з необмеженим партнерством, акціонерне товариство з обмеженою відповідальністю та закриті акціонерне товариство, а для машинобудівних – приватне, акціонерне товариство з обмеженою відповідальністю та закриті акціонерні товариства. Найменш прибутковими є відкриті акціонерні товариства та державні.

На рис. 1.12 та рис. 1.13 зображено просторово-часову зміну прибутковості підприємств хімічної та машинобудівної промисловості України, розраховану на основі показника – середньої прибутковості активів по галузі за кожним регіоном. Якщо у 2001 р. середня максимальна прибутковість активів по хімічній галузі була на рівні 26%, а мінімальна – 5%, то в 2007 р середня максимальна складала 15%, а мінімальна сягнула позначки – -10%. Спостерігається зниження прибутковості за кожним регіоном України.

Прибутковість хімічної та машинобудівної галузі у розрізі форм власності
(2008 р.)

Форма власності	Хімічна галузь				Машинобудівна галузь			
	ROSF	ROIC	ROA	CR	ROSF	ROIC	ROA	CR
Приватне підприємство	4,68	-	5,07	106,47	25,47	26,64	7,13	255,40
Державне підприємство	-18,29	2,24	-4,08	6,47	-9,00	9,97	-5,66	84,28
Закрите акціонерне товариство	8,56	12,63	3,44	65,12	4,49	11,46	0,85	65,07
Кооперативне підприємство	-9,15	-	-1,31	-	21,84	-	2,28	-
Дочірнє підприємство	30,24	23,23	12,66	120,16	10,47	10,04	-0,06	282,10
Спільне підприємство	-1,44	-	-5,47	-	3,57	-	-0,87	-
Акціонерне товариство з обмеженою відповідальністю	16,30	19,79	3,79	287,81	14,89	26,22	6,36	47,50
Відкрите акціонерне товариство	-10,65	-8,78	-0,92	88,79	-10,40	-1,37	-3,57	61,34
Необмежене партнерство	18,62	-	8,04	60,82	11,61	-	0,06	30,27

Однак лідерами з хімічної промисловості є Київська, АР Крим, Дніпропетровська, Черкаська, Тернопільська, Донецька, Сумська, Полтавська та Житомирська області. За досліджуваними 7 роками спостерігається велике падіння прибутковості активів у Чернігівській, Харківській та в АР Крим. В той же час, Миколаївська область характеризується позитивною динамікою до зміни прибутковості.

Розрахунки дозволяють зробити висновок, що прибутковість активів хімічної промисловості є вищою, ніж в машинобудівній галузі. Для машинобудівних підприємств середня максимальна прибутковість активів склала 15% в 2001 р. та 10% в 2007 р. У 2001 р. лідерами з прибутковості активів були Київська, Житомирська, Харківська, Дніпропетровська, Миколаївська та АР Крим. Однак у 2007 р., незважаючи на загальне зниження прибутковості, лідером стали регіони західної України (Рівненська, Закарпатська, Львівська області), Київська, Луганська області та АР Крим.

Найнижча прибутковість активів спостерігається в Кіровоградській, Чернігівській, Чернівецькій областях.

Проаналізуємо основні фактори, що спричинили просторово-часову зміну прибутковості промислових підприємств. Зрозуміло, що перелік факторів великий: недосконала система економічних відносин (незаконне надання преференцій одним підприємствам та здійснення рейдерських атак на інші, недосконала законодавча база, що гальмує розвиток підприємництва, часта зміна політичної та урядової влади, відсутність чіткого курсу розвитку економіки і, як наслідок, неможливість здійснення точних прогнозів, корупція на всіх рівнях влади); збільшення конкуренції з боку зарубіжних та вітчизняних аналогічних товарів; коливання платоспроможного попиту; збільшення тарифів природних монополій; відсутність налагодженої системи збуту продукції; зміна режиму оподаткування; погіршення стану основних фондів; нестача кваліфікованих кадрів; нестача електро/енергозабезпечення, сировини, матеріалів та комплектуючих на продукцію; скорочення власних фінансових ресурсів, що стало результатом інфляційних процесів. В [67, С. 74-76] нами приведений більш ширший перелік факторів впливу на прибутковість капіталу підприємств.

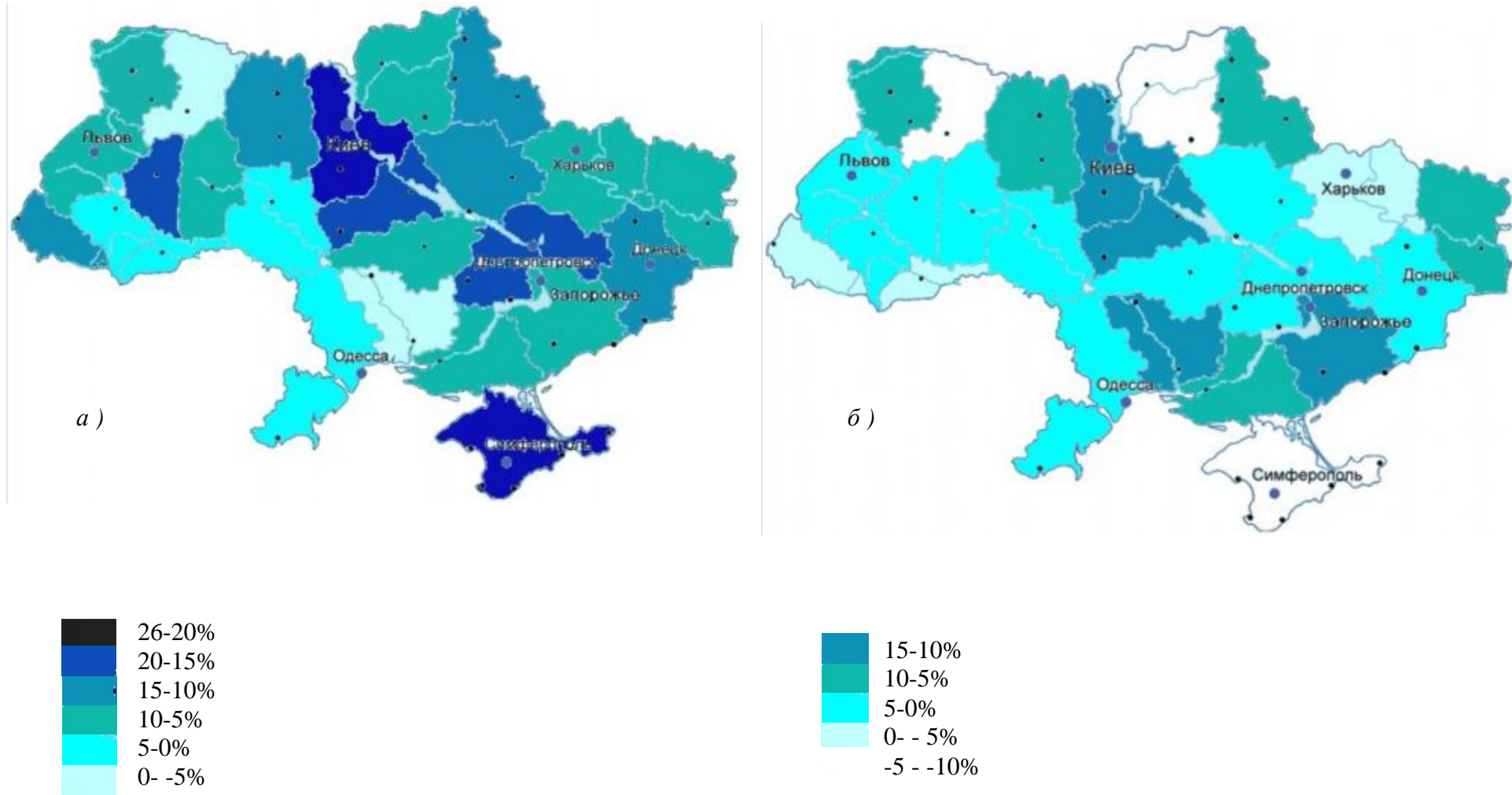


Рис. 1.12. Просторово-часова зміна прибутковості підприємств хімічної промисловості (а – 2001 р., б – 2010р.)

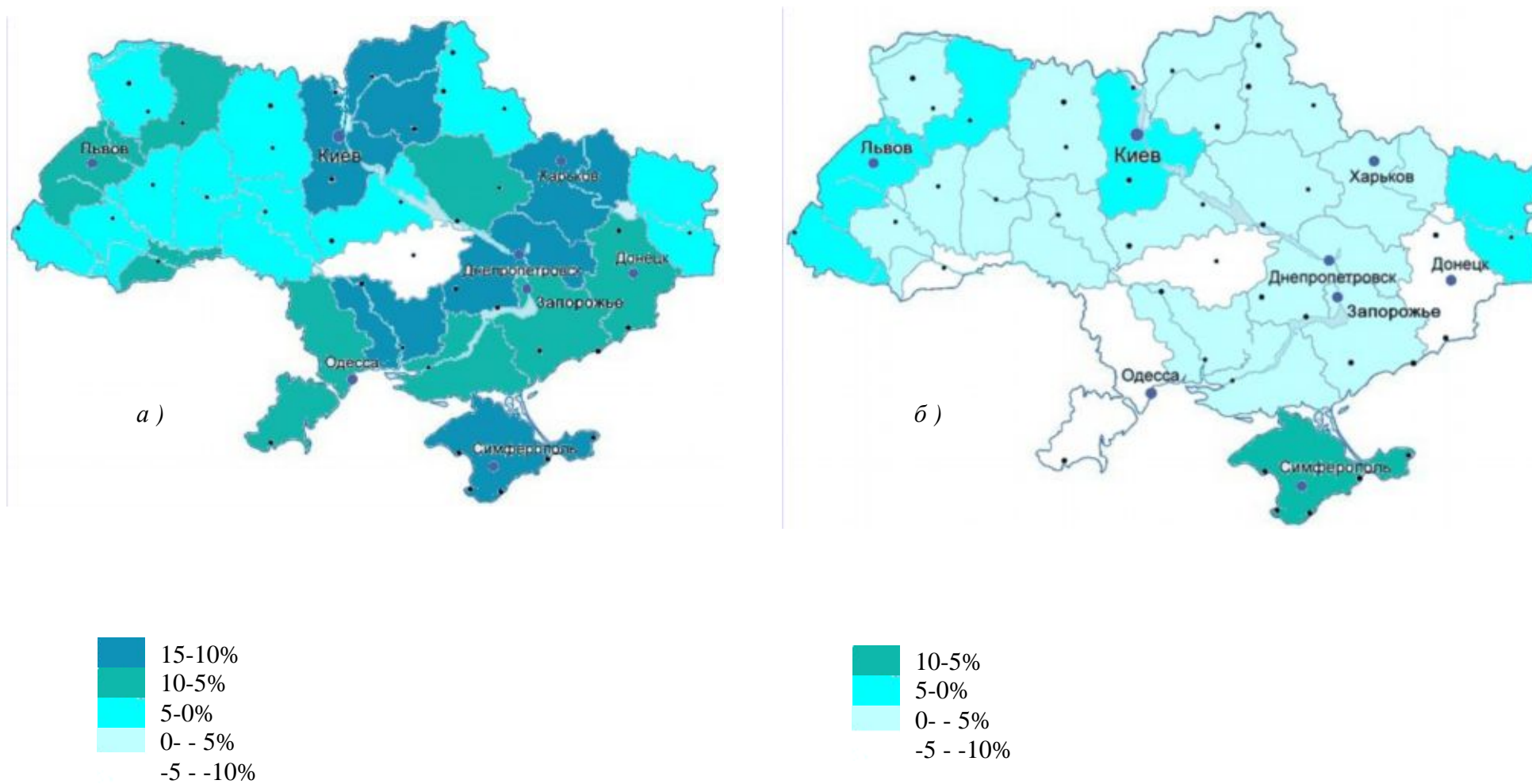


Рис. 1.13. Просторово-часова зміна прибутковості підприємств машинобудівної галузі (а – 2001 р., б – 2010р.)

У той же час характерне збільшення інформаційного забезпечення в прийнятті управлінських рішень, розвиток прогресивних форм ведення бізнесу, розширення форм та методів інвестування.

На рис. 1.14 відображена система факторів, що впливає на прибутковість капіталу підприємства та їх причинно-наслідковий зв'язок. Стрілками позначено напрями впливу факторів один на одного. Вважаємо за доцільне виділити окремо вплив інституційного середовища та циклічність економічних процесів на систему представлених факторів.

На наш погляд, першопричиною ситуації, що склалася на промислових підприємствах та в економіці України зокрема, є недосконала система взаємовідносин між економічними суб'єктами та історично створена неефективність інституційних рамок українського суспільства. Недосконалість інституційного середовища є одним з головних факторів, що гальмує економічне зростання та конкурентоспроможність підприємств України, призводить до виникнення псевдоринкових відносин та диспропорцій фіскального характеру, створює нерівні правила гри для різних суб'єктів господарювання. Дослідження впливу інституційного середовища дозволяє відійти від обмежуючих передумов (аксіом повної раціональності, досконалої конкуренції, абсолютної інформованості) та розглянути реальні економічні процеси та зв'язки більш глибоко, комплексно та всебічно.

Циклічність економічних процесів є найважливішим чинником економічної динаміки та має великий вплив на підприємства хімічного виробництва та на підприємства з виробництва машин й устаткування. Варто зазначити, узагальнена схема факторів ілюструє можливі основні фактори впливу, однак в кожному конкретному випадку реалізації того чи іншого інвестиційного проекту підприємства кількість факторів, їх видів, а також зв'язків між ними буде різною.

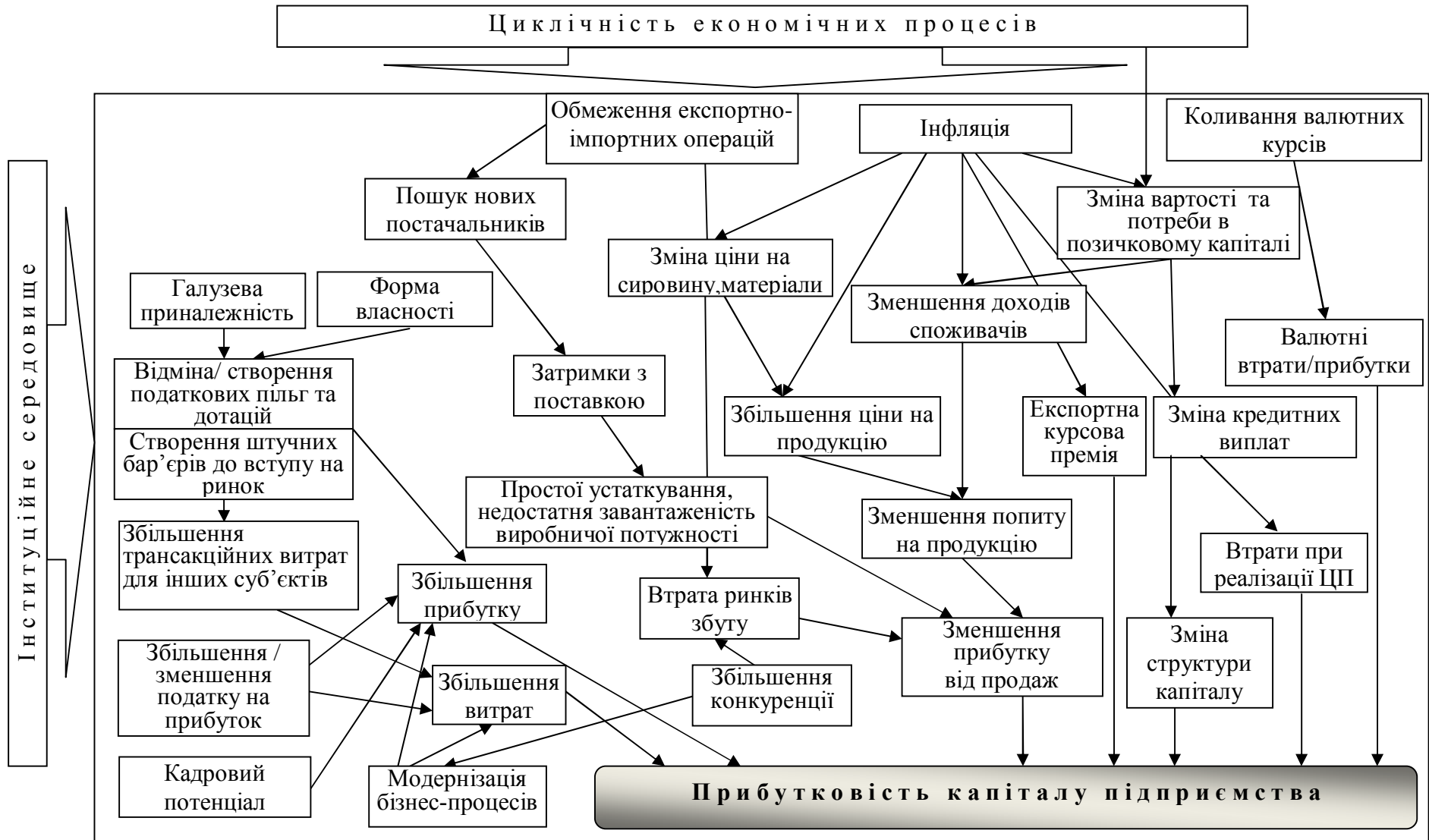


Рис. 1.14. Причинно-наслідкові зв'язки між факторами, що впливають на прибутковість капіталу

Наступним важливим фактором впливу на прибутковість капіталу, та в той же час потребує детальнішого дослідження, є інфляційні процеси. Незважаючи на негативний вплив на процес відтворення, інфляція неоднаково впливає на різні підприємства. Багато в чому це залежить від становища підприємства на ринку.

Крім системи відносин, що склалася в економіці, існує ряд інших факторів, що визначають просторово-часову динаміку прибутковості промислових підприємств України. Визначення таких факторів перш за все можливе в результаті виявлення причинно-наслідкових зв'язків між економічними явищами на основі аналізу статистичної інформації.

В аналізі впливу різноманітних чинників зовнішнього середовища на діяльність підприємства необхідно враховувати таке. По-перше, усі чинники зовнішнього середовища знаходяться в стані сильного взаємовпливу.

Тому при вивченні й аналізі потрібно враховувати не тільки вплив окремого чинника, але й вплив цього чинника на вплив інших. По-друге, ступінь впливу окремих чинників зовнішнього середовища на різні підприємства є неоднаковим. Будь-яке підприємство має визначити, які з чинників найбільш інтенсивно впливають на його діяльність, скласти список тих чинників, вплив яких є потенційними носіями загроз для нього, та тих чинників, вплив яких може відкрити додаткові можливості для підприємства.

Висновки до розділу 1

1. Здатність капіталу приносити дохід обумовлено ринково - конкурентним середовищем його функціонування, об'єктивно притаманною і спонукає його власників до створення найкращих умов для більш продуктивного функціонування свого капіталу. При цьому жодне благо не має іманентною властивістю капіталу, тільки будучи введеним людиною в обіг, у соціально-економічні відносини благо стає капіталом.

2. Введення в процес кругообігу капіталу підприємницьких здібностей власника коштів підкреслює важливість суб'єктивних факторів утворення доходу на капітал. У процесі мінового обміну або відтворення зростає не тільки його вартість капіталу, але і підприємницькі здібності у формі досвіду, придбаних зв'язків, підвищення іміджу як власника так і його підприємства в цілому.

3. Аналіз закону спадної прибутковості, граничної альтернативної вартості капіталу дозволяє проаналізувати причини його перетікання між галузями, виявити оптимальну структуру і його просторово-часову прибутковість. Подальший розвиток теорії капіталу може бути в детальному аналізі структури і форм капіталу, виявлення нових взаємозв'язків і їх математична постановка.

4. Дослідження сутності прибутковості капіталу показало: в економічній теорії і практиці не існує однозначного трактування змісту та адекватної термінології щодо її визначення. Методичні підходи до оцінки та прогнозування прибутковості капіталу різняться в залежності від його видів та форм. Це пояснюється тим, що природа віддачі на власний та позичковий, основний та оборотний капітал різна. Без вирішення вказаних проблем методична база оцінки прибутковості капіталу та оцінки інвестиційних проектів видається не повною, що може стати перепорою до розвитку інвестиційних та інноваційних процесів країни.

5. Аналіз просторово-часової динаміки прибутковості підприємств дозволяє стверджувати наявність негативних тенденцій в розвитку

промисловості України. Спостерігається зниження прибутковості підприємств за кожним регіоном. Це є наслідком недосконалої системи відносин між економічними суб'єктами, яка не тільки гальмує розвиток економіки України, але й руйнує її потенціал. Орієнтація власників підприємств на отримання максимального прибутку в короткостроковій перспективі призвела до загрози існування підприємства в майбутньому. Приведені розрахунки в статті дозволяють зробити висновок про нижчий рівень прибутковості вітчизняних машинобудівних підприємств порівняно з підприємствами інших країн. Однак хімічна галузь за показником прибутковості активів та рівнем прибутковості інвестованого капіталу має середнє значення порівняно з іноземними підприємствами.

6. Ситуація, що склалася, потребує переосмислення системи економічних відносин, яка повинна забезпечувати стійкий розвиток усіх її суб'єктів. Суттєвою перешкодою розвитку підприємництва є сучасний стан та взаємодія інститутів фінансового ринку України. Важливого значення набуває врегулювання фондового ринку та банківської системи України. Питання залучення інвестицій для технічної модернізації є першочерговим для підприємств. Зволікання з інвестиційними проектами прирікає переважну більшість з них на неминуче банкрутство в недалекій перспективі.

РОЗДІЛ 2. РОЗВИТОК МЕТОДИЧНИХ ПІДХОДІВ ДО ОЦІНКИ ТА ПРОГНОЗУВАННЯ ПРИБУТКОВОСТІ КАПІТАЛУ

2.1 Вплив інституційного середовища на зміну прибутковості капіталу підприємств України

В попередньому розділі було досліджено просторово-часову динаміку прибутковості підприємств України. Зроблено висновок про зниження рівня прибутковості як в часі, так і за кожним регіоном. Було розроблено багаторівневу з часовим горизонтом систему факторів, які обумовили та впливають на розвиток вітчизняних господарських суб'єктів. Аналіз зв'язків між факторами дозволив зробити висновок: першопричиною складної ситуації, що склалася на підприємствах є недосконала система взаємовідносин між економічними суб'єктами та історично створена неефективність інституційних рамок українського суспільства. Недосконалість інституційного середовища є одним з головних факторів, що гальмує економічне зростання та конкурентоспроможність підприємств України, створює нерівні правила гри для різних суб'єктів господарювання, викликає зростання трансакційних витрат. Неузгодженість формальних і неформальних інститутів призводить до довгострокового економічного спаду, виникненню псевдоринкових відносин та диспропорцій фіскального характеру. Аналіз інституційного середовища, причинно-наслідкових економічних зв'язків в процесі залучення, використання та розподілу ресурсів дає поштовх до розвитку методичних підходів до оцінки та прогнозування прибутковості капіталу. Адже дослідження інституційного середовища дозволяє відійти від обмежуючих передумов (аксіом повної раціональності, досконалої конкуренції, абсолютної інформованості) та розглянути реальні економічні процеси більш глибоко, комплексно та всебічно.

Вперше застосування інституційної теорії до економічних процесів було здійснено в 20-30х роках ХХ ст. Т. Вебленом, Дж. Комонсом, Дж.М.

Кларком, У. Мітчелом. Інститути розглядалися як норми поведінки [68] та як звички мислення, які впливають на вибір стратегії поведінки економічних суб'єктів [69]. В 70-80 х роках ХХ ст. О. Уільямсон, Д.Норт, Р. Коуз визначають інститути в якості одних із найважливіших факторів економічної взаємодії. Згідно з О. Уільямсоном інститути розглядаються як механізми управління контрактними відносинами [70, с. 48]. Такий підхід приділяє основну увагу окремим трансакціям та проблемі їх мінімізації. Д Норт в [71, с 14] дає наступне визначення: «інститут - це правила гри в суспільстві, які організовують взаємовідносини між людьми та структурують стимули обміну у всіх сферах – політиці, соціальній сфері чи економіці». Такий підхід доповнює теорію вибору в неокласичній економічній теорії адже «поєднання індивідуального вибору з обмеженнями, які інституції накладають на сукупність варіантів вибору, - це значний крок до синтезу досліджень у суспільних науках» [72, с.14].

З кінця 1990-х років на пост-радянському просторі швидко зріс інтерес до інституціональних проблем економіки.

Серед російських вчених, які використовують та вдосконалюють інституціональні підходи до аналізу економічних процесів, слід зазначити Белокрилову О.С. [73], Вольчика В.В. [74], Мурадова А.А. [75], Городецького А. [76], Кирдіна С.Т. [77], Авдашеву С., Полтеровича В., Нурєєва Р., Яковлева А. та інших. Головну увагу автори приділяють інституційним особливостям розподілу доходів в економічних системах. Зроблено висновок: спроби побудувати ринкову економічну систему до створення мінімальної інституційної бази привели до перекосів в функціонуванні ринкових механізмів, консервації колишніх методів управління підприємствами, пануванні монополій, розквіту тіньової економіки, корупції та послаблення державного контролю.

В Україні з проблем інституціоналізму за останні роки було опубліковано більше двох сотень наукових праць [78, с. 237]. Це свідчить про те, що ця теорія є однією із провідних напрямів у сучасній українській економічній думці. Вітчизняні вчені досліджують наступні проблеми:

використання інституційно-еволюційного підходу в пізнанні трансформаційних змін в Україні (С. Биконя [79], Т. Гайдай [80], І. Максименко [81]); інституціональні детермінанти економічного зростання в країнах з перехідною економікою (Л. Таміліна [82]); інституціональні протиріччя й інституціональні ресурси перехідної економіки (О. Носова [83]); інституціональні проблеми підприємницького сектора (Сараєва І.М. [84]); інституціональний підхід до дослідження приватного сектора економіки (Бочан І. [85]); інститути розподілу економічних факторів виробництва [Малий І.І. [86]. Інституціональні проблеми власності в пострадянській економіці розглядаються в монографіях І. Лазні [87], В. Рибалкіна [88], Г. Григоряна [89], В. Фесечко [90].

Детально особливості інституціональної матриці українського суспільства розглядаються О. Прутською в [91]. Нею доводиться положення про домінування неформальних регуляторів поведінки економічних агентів в Україні та про те, що схильність до неформальності є однією з головних перешкод на шляху ринкової трансформації вітчизняного господарювання.

В працях вітчизняних авторів з інституціональної теорії відсутні (за рідкісним винятком) емпірична перевірка висунутих гіпотез, низький рівень і якість використання математичного та статистичного апарату для аналізу. Крім того в літературі відсутня систематизація впливу формальних і неформальних інститутів на прибутковість капіталу підприємств. Однак розкриття механізму впливу інституційного середовища на діяльність промислового підприємства дозволить не тільки підвищити ефективність його функціонування, а й дає можливість окреслити напрямки вдосконалення інститутів на державному рівні.

Актуальність дослідження впливу інституційного середовища на прибутковість підприємств обумовлюється перш за все слабим розвитком українських політичних, економічних та ідеологічних інститутів. В табл. 2.1 приводяться згруповані результати дослідження Світового економічного форуму «Глобальний індекс конкурентоспроможності» (в таблиці приведені лише дані для аналізу інституційного середовища).

Таблиця 2.1

Загальний індекс конкурентоспроможності України та ефективність інституційного середовища

	2008 (з 134)	2009 (з 133)	2010 (з 139)***
<u>ЗАГАЛЬНИЙ ГЛОБАЛЬНИЙ ІНДЕКС КОНКУРЕНТОЗДАТНОСТІ</u>	72	82	89
I. ЯКІСТЬ СУСПІЛЬНО-ПОЛІТИЧНИХ ІНСТИТУТІВ (25%)	115	120	134
A. Державні інститути	110	119	132
<i>1.1 Право власності</i>	123	123	132
Право власності	123	127	135
Захист прав інтелектуальної власності	114	108	113
<i>1.2 Етика та корупція</i>		113	131
Відволікання державних засобів	97	115	129
Довіра суспільства до політиків	101	105	122
Незаконні платежі та хабарі			127
<i>1.3 Тиск</i>		122	136
Незалежність судочинства	119	123	134
Фаворитизм в прийнятті рішень	96	109	127
<i>1.4 Неefективність уряду</i>		128	137
Марнотратність державних витрат	98	114	131
Тягар державного регулювання	91	108	125
Ефективність законодавчої бази	116	130	138
Прозорість розробки урядом політичного курсу	114	107	114
<i>1.5 Безпека</i>		82	95
Витрати бізнесу в наслідок тероризму*	67	46	58
Витрати бізнесу в наслідок злочинності та порушення прав *	61	46	65
Організована злочинність	98	93	116
Надійність поліції	106	108	122
B. Приватні інститути	124	122	132
<i>2.1 Корпоративна етика</i>	118	121	130
Ділова етика підприємств	118	121	130
<i>2.2 Облік</i>	120	122	131
Прозорість проведення аудиту та звітності	113	117	128
Ефективність корпоративного управління	89	94	90
Захист інтересів міноритарних акціонерів	129	132	138
Захист інтересів інвесторів*			93
II. ЕФЕКТИВНІСТЬ ТОВАРНОГО РИНКУ (17%)	103	109	129
A. Конкуренція	118	121	131
<i>1.1 Внутрішня конкуренція</i>		122	133
Інтенсивність внутрішньої конкуренції	105	111	118
Рівень домінування на ринку	75	91	128
Ефективність антимонопольної політики	96	111	126
Обсяг і ефект від оподаткування	127	128	136
Загальна норма оподаткування **	107	106	113
Кількість процедур необхідних для відкриття бізнесу**	75	85	99
Час необхідний для відкриття бізнесу **	61	75	86

	2008 (з 134)	2009 (з 133)	2010 (з 139)***
2.1 Зовнішня конкуренція		108	105
Наявність торгівельних бар'єрів	113	110	126
Торгово- зважена тарифна ставка**/*	49	49	40
Обсяг іноземної власності	123	125	121
Вплив норм на здійснення іноземного інвестування в підприємництво	120	121	128
Б. Якісні характеристики попиту	63	74	88
Рівень орієнтації споживача*	50	77	103
Досвідченість покупця	81	77	83
ІІІ. РОЗВИТОК ФІНАНСОВОГО РИНКУ (17%)	85	106	119
А. Ефективність	94	113	123
Розвинутість фінансового ринку	91	100	108
Фінансування через національний фондовий ринок	92	107	120
Доступність кредитів	66	97	130
Доступність венчурного капіталу	58	91	121
Обмеження потоків капіталу	110	124	125
Міцність захисту інвесторів**	107	110	-
Б. Кредитування та довіра	77	99	115
Стійкість банків	112	133	138
Регулювання фондових бірж	120	127	127
Індекс юридичних прав **/*	8	5	6
ІV. РОЗМІР РИНКУ (17%)	31	29	38
А. Розмір внутрішнього ринку**/*	29	30	37
Б. Розмір зовнішнього ринку **/*	37	37	37
V. РОЗВИТОК ЧАСНОГО СЕКТОРУ (17%)	80	91	100
А. Бізнес мережа та допоміжні галузі	81	96	
Кількість внутрішніх постачальників	74	99	91
Якість внутрішніх постачальників	87	95	100
Стан розвитку груп	83	86	106
Б. Складність операцій та стратегій компаній	77	89	
Природа конкурентної переваги	87	108	99
Довжина ланцюга створення вартості	89	90	81
Контроль за міжнародного розподілом *	40	76	108
Складність виробничих процесів	53	72	78
Рівень маркетингу	85	87	91
Готовність делегувати зобов'язання	107	103	109

Складено на основі щорічних звітів Світового економічного форуму «Глобальний індекс конкурентоспроможності» <http://www.weforum.org> [92]

*Конкурентні переваги

** Точні дані

*** Кількість досліджуваних країн

У глобальному рейтингу конкурентоспроможності Всесвітнього економічного форуму 2010-2011 Україна опустилася на сім позицій у

порівнянні з минулим роком і виявилася на 89-му місці серед 139 країн світу. Перед України розташувалася Албанія, а відразу за нею йде найменша країна континентальної Африки - Гамбія, а на 91 місці стоїть Гондурас. Середньосвітовий індекс конкурентоспроможності в світі становить 4,18 пунктів, при цьому Україна набрала всього 3,9.

За розвитком суспільно-політичних інститутів в 2010 р. Україна займає 134 місце з 139 досліджуваних країн. Розвиток державних і приватних інститутів займає 132 місце з 139. Слід відзначити слабкий розвиток прав власності (135 місце). Однак, чітке розмежування й захист прав власності є обов'язковими для розвитку бізнесу, оскільки саме власність може служити запорукою для залучення фінансування з метою інвестування. Погіршення гарантій прав власності має під собою різні підстави: це корупція в державних органах влади, широкі можливості для неформального впливу на судову владу, недосконале законодавство, недостатньо надійна робота міліції. Зокрема, у порівнянні з попереднім роком Україні значно погіршила своє становище в рейтингу незалежності судових органів влади - 134 місце. Це говорить про те, що через відкладання системної адміністративної реформи українська судова система не сприймається як незалежна гілка влади і залишається під значним впливом ззовні.

Необхідно також відмітити неефективність уряду (137 місце), слабка довіра суспільства до політиків (122 місце), нерозвинута ділова етика підприємств (130 місце), майже відсутній захист інтересів міноритарних акціонерів (138 місце), ефективність законодавчої бази України знаходиться на передостанньому місці серед усіх розглянутих країн, що створює можливості для подвійного трактування юридичних норм.

Для більш наочного відображення стану інституційного середовища ми проаналізували розвиток конкурентоспроможності та якості суспільно-політичних інститутів України з 2001 по 2010 рік (табл. 2.2).

Динаміка загального індексу конкурентоспроможності та якості суспільно-політичних інститутів України*

	2001 (3 75**)	2002 (3 80)	2003 (3 102)	2004 (3 104)	2005 (3 117)	2006 (3 125)	2007 (3 131)	2008 (3 134)	2009 (3 133)	2010 (3 139)
Загальний глобальний індекс конкурентоздатності	69	69	84	88	84	78	73	72	82	89
Якість суспільно-політичних інститутів	71	42	94	94	90	104	115	115	120	134

*Складено на основі щорічних звітів Світового економічного форуму «Глобальний індекс конкурентоспроможності» <http://www.weforum.org> [93]

**Кількість досліджуваних країн

На основі даних з таблиці 2.2. був побудований графік динаміки індексу конкурентоспроможності та якості суспільно-політичних інститутів України (рис. 2.1). Аналізуючи результати, можна зробити висновок про погіршення стану інституційного середовища України, однак в той же час є позитивні зміни конкурентоспроможності (чим ближче лінії до даних загальної кількості спостережень, тим гірший стан досліджуваних явищ). Позитивною тенденцією до зміни інституційного середовища можна відмітити 2001-2002 рр. та 2005-2006 рр.

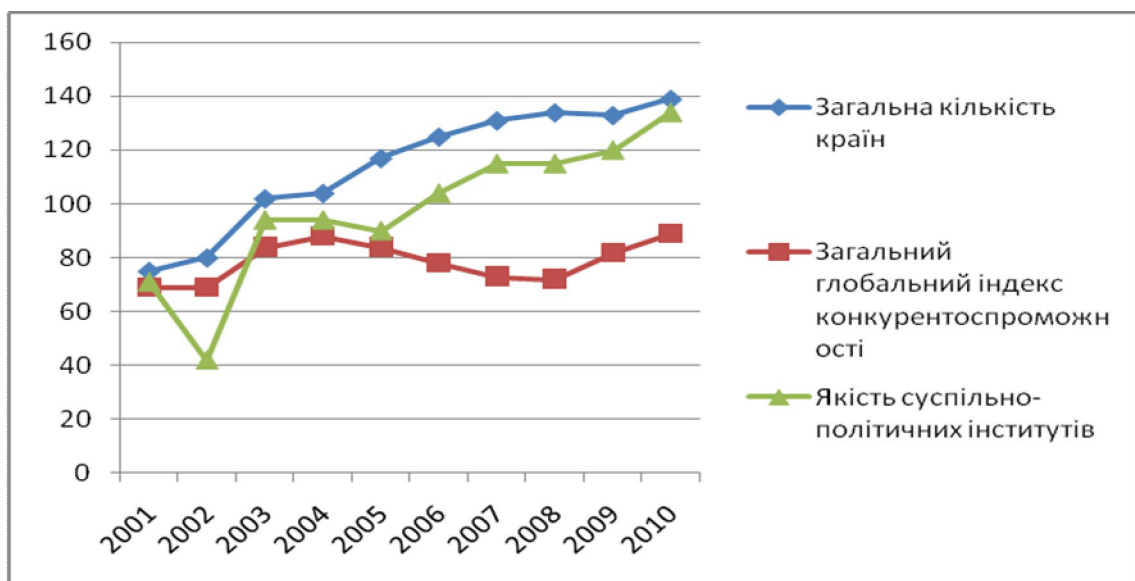


Рис. 2.1. Динаміка загального індексу конкурентоспроможності та якості суспільно-політичних інститутів України

Порівнюючи стан інституційного середовища України з країнами СНД, можна зробити висновок: лише Росія конкурує по неефективності інститутів, в той час як Грузія, Польща, Молдова, Армения, Азербайджан демонструють покращення якості суспільно-політичних інститутів.

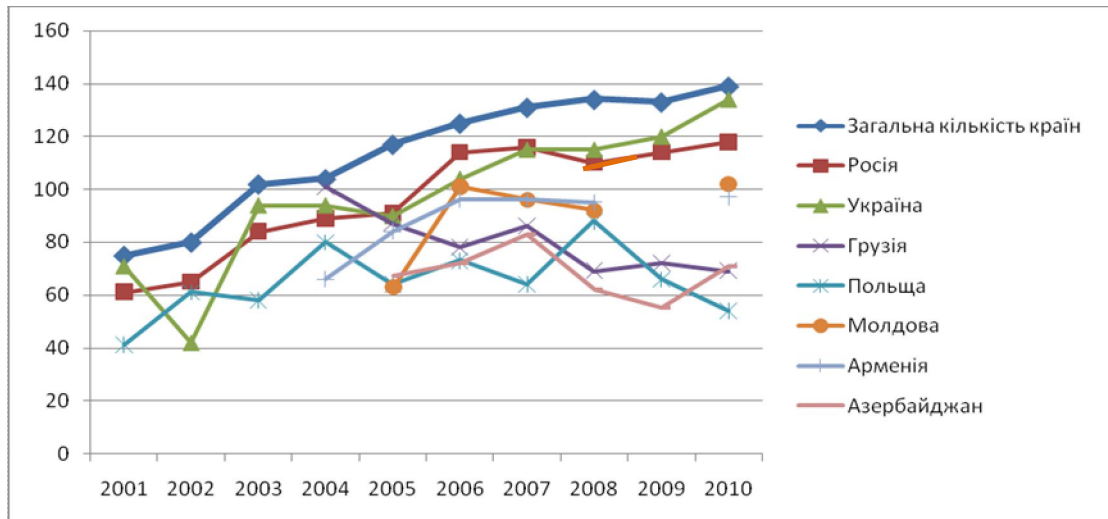


Рис. 2.3. Динаміка загального індексу конкурентоспроможності та якості суспільно-політичних інститутів країн СНД

Близькі щодо результату про стан інституційного середовища були отримані Світовим банком. За індексом ефективності бізнес-середовища в 2006-2008 роках Україна посідала 75 місце з 82 країн, за індексом економічної свободи - 133 місце з 179 країн.

На наш погляд, одними з головних причин слабого інституційного становища України є:

- історичні умови розвитку українського суспільства, географічне розташування на стику західної і східної цивілізацій, природнокліматичні умови, релігійно-культурні особливості;
- тоталітарне минуле, яке сприяло закріпленню тенденцій до патерналізму, зрівнялівки, переважання вертикальних зв'язків, великої відстані від влади, відсутності функції зворотного зв'язку в управлінні [94];
- соціалістичне минуле, яке сприяло закріпленню тенденцій державоцентризму і колективізму;

- деструктивна функція зворотного зв'язку між окремими підрозділами підприємств, низовими ланками і органами вищого керівництва компанії.
- Взагалі, згідно з А. Ослундом [⁹⁵] є три альтернативні підходи до розбудови посткомуністичних держав.
1. Демократичний (соціально-ринкова економіка), коли демократичні уряди працюють над прискоренням соціально-економічного розвитку та зростанням суспільного добробуту (країни ЦСЄ та Балтії).
 2. Деспотичний (відновлена командна економіка), коли лідери держав турбуються лише про збереження особистого впливу і влади (Туркменістан, Узбекистан, Беларусь).
 3. Спрямований на одержання ренти – перехідна економіка (Україна, Росія, Казахстан, Молдова, Румунія, Болгарія).

Таким чином, результатом історично-культурного розвитку стало формування певного менталітету та особливих рис характеру підприємця, які створили норми, що істотно відрізняються від норм ринкової економіки. Тому в українському суспільстві інституціональна матриця, тобто комбінація формальних і неформальних регуляторів на сьогоднішній день є такою, що стимулює пошук неформальних способів вирішення проблем, корупцію, рентоорієнтовану поведінку, а в кінцевому підсумку і існування тіньової економіки. Більшість українських економічних та політичних інститутів є рентоорієнтованими, тому що направлені на максимізацію доходів тих суб'єктів, які їх започатковують. В той же час ці інститути набувають статусу примусових формальних інститутів для інших економічних суб'єктів. Слабкий механізм суспільно-політичного контролю, відсутність громадянського суспільства сприяють розвиткові цих процесів.

В [⁹⁶] приводяться факти рентних відносин періоду пострадянської трансформації. Серед них головними є: незбіг ринкових і державних цін, що надає можливість проведення арбітражу під час інфляційної спіралі; субсидії, пов'язані із заниженими процентними ставками в державних кредитних установах; нецільове використання коштів державного бюджету; приватизація з використанням трансфертного ціноутворення; існування

жорстких стандартів, яких неможливо дотримуватися в господарській діяльності; експортний та імпорتنий контроль; податкові пільги та неплатежі; незаконне відшкодування ПДВ; прямі дотації підконтрольним підприємствам.

Таким чином недосконалість інституційного середовища визначили перевагу рентоорієнтованих відносин між економічними суб'єктами. В табл. 2.3 представлено механізм впливу ідеологічних, політичних та економічних інститутів на прибутковість капіталу підприємства через систему рентоорієнтованих відносин, породжених неефективністю інституцій.

Очевидно, що власник ресурсів намагається максимізувати ренту складову прибутку. Однак досягнення цієї цілі може бути реалізовано різними способами. В залежності від впливу на економіку діяльність підприємця може бути визначена як «пошук прибутку» та «пошук ренти» (або рентоорієнтована поведінка).

Під рентоорієнтованою поведінкою ми будемо розуміти поведінку економічних суб'єктів, яка спрямована на максимізацію прибутку та породжує збиток для суспільства.

Наявність можливості отримання рентних доходів у результаті незбалансованості системи породжує у економічних суб'єктів відповідні інтереси та мотиви діяльності. У ситуації, коли носіями рентних інтересів і рентоорієнтованої поведінки є державні та економічні суб'єкти, що домінують у сформованій системі влади (а саме це характерно для перехідної економіки), рентні доходи, рентні інтереси і рентоорієнтоване поведінка стають домінуючими в цьому економічному середовищі. В результаті формується економіка, де «захоплення» ренти з периферії економічний відносин (що характерно для «нормальної» ринкової економіки) переходить в центр економічної системи, визначаючи основні цілі та результати її руху.

Існуюча інституційна матриця створює нерівні умови для підприємств, руйнує стимули до виробництва, адже отримання ренти є коштами, що їх недоотримала продуктивна економіка.

Таблиця 2.3

Механізм впливу ідеологічних, політичних та економічних інститутів на прибутковість капіталу підприємства через систему рентоорієнтованих відносин

Інститути	Функції	Особливості розвитку інституту в Україні	Прояв рентоорієнтованої поведінки	Вплив на прибутковість капіталу підприємства
Базові ідеологічні інститути				
Індивідуалізм/ колективізм	Забезпечують системну інтеграцію суспільства, його солідаризацію та раціоналізацію шляхом формування суспільних систем цінностей та норм поведінки.	Анархічний індивідуалізм, надання переваги всьому особистому над усім загальним, кордоцентричність, перевага емоційного, чуттєвого над волею та інтелектом. Перевага неформальних інститутів над формальними.	Пошук неформальних способів вирішення проблем; корупція; тіньова економіка.	Може мати як позитивний так і негативний вплив на прибутковість капіталу. Можливість обминути неефективні інституції, знижують трансакційні витрати.
Стратифікація/ егалітаризм				
Свобода/ порядок				
Базові політичні інститути				
Держава, парламент, уряд, міністерства	Законодавча, виконавча (управлінська), судова, правоохоронна, інформаційна.	Впливові політичні угруповання перебувають у стані перманентної боротьби за владу, що дозволяє здійснювати перерозподіл ресурсів на свою користь. Значний тягар державного регулювання. Слабка довіра суспільства до політиків. Марнотратність державних витрат та значне відволікання державних коштів та майна.	Фаворитизм в прийнятті рішень; податкові пільги та неплатежі; незаконне відшкодування ПДВ; прямі дотації підконтрольним підприємствам; нецільове використання коштів державного бюджету. Інституційні правила набувають статусу рентоорієнтованих, тому що створюються для максимізації доходів тих суб'єктів, які їх започатковують.	Створення нерівних умов для підприємств руйнує стимули до виробництва. Значний політичний ризик, можливість прийняття неефективних постанов. Підвищення ціни на газ внаслідок заключення міждержавного договору може призвести до згорання виробництва.
Конституція, закони, нормативи	Легітимізація. Забезпечення цілісного, закінченого регулювання правовідносин у межах конкретної сфери суспільних відносин.	Мала ефективність законодавчої бази. Значна швидкість зміни законів та нормативів. Велика кількість процедур необхідних для відкриття бізнесу. Тиск великого бізнесу на законодавство. Існування жорстких стандартів, яких неможливо дотримуватися в реальній господарській діяльності.	Створення штучних бар'єрів до вступу на ринок; значна загальна норма оподаткування збільшує тіньову економіку.	Прибутковість капіталу має тенденцію до зниження внаслідок великого ризику зміни законодавства, підняття податкових та митних ставок. Нові законодавчі акти, а також численні зміни до існуючих, ставлять під загрозу саме існування підприємства, а в більшості випадків підприємство несе додаткові витрати. В той же час, можуть сприяти зниженню витрат неефективної поведінки.

Продовж. табл. 2.3

Інститути	Функції	Особливості розвитку інституту в Україні	Прояв рентоорієнтованої поведінки	Вплив на прибутковість капіталу підприємства
Базові економічні інститути				
Приватна власність	Власність визначає характер функціонування соціально-економічних та організаційно-економічних відносин, визначає цілі й мотиви розвитку виробництва. Власники володіють всією повнотою прав та відповідальністю по використанню та розпорядженню власності.	Перехід від державної форми власності до корпоративної не дав запланованого економічного ефекту. Слабкий захист прав власності. Власність без відповідального власника. Слабкий захист інтересів міноритарних акціонерів. Надмірна концентрація власності.	Створення можливості швидкого особистого збагачення без адекватної відповідальності за її ефективне використання.	Власність як вартість має здатність не тільки зберігатися, а й зростати в процесі руху та ефективного відтворення капіталу підприємства. В умовах України перерозподіл власності призводить до звуження відтворення ресурсної бази. Інвестиції в перманентний перерозподіл власності приносять у багато разів більші прибутки (доходи), ніж господарська діяльність.
Прибуток	Оціночна, розподільча, стимулююча. Прибуток поєднує економічні інтереси держави, підприємства, робітників та власників підприємства. Отримання прибутку (відтворення капіталу) є головним мотивом діяльності, сигналом зворотнього зв'язку та визнання суспільством; створює можливість для продовження економічного циклу.	На ринку присутні більшою мірою суб'єкти, що орієнтуються на пошук ренти, а не на пошук прибутку. Більшість управлінських рішень стосовно розподілу прибутку керівники приймають не в інтересах суспільства, а на користь менеджерів, власників та контролюючих акціонерів	Присвоєння прибутку міноритарних акціонерів, виведення прибутку від виробничої діяльності з оподаткування; фальсифікація показників фінансової звітності.	Орієнтація на перерозподіл вартості, а не на її створення призводить до зменшення прибутковості підприємств. Власники багатьох підприємств не зацікавлені у зростанні ринкової вартості виробничих капіталів та відповідно протидіють зростанню легальної прибутковості капіталів.
Наймана праця	Регулює залучення суспільних сил до праці та забезпечує його відтворення в умовах приватної власності.	У суспільстві домінує такий розподіл витрат і доходів, при якому частина створеного прибутку не надходить повною мірою до тих, хто їх створює або несе витрати з їх створення. Слабке стимулювання менеджерів і фахівців до вдосконалення процесу виробництва та інноваційної діяльності.	Заниження (приховування) заробітної плати або затримка з виплатою впливає на надходження до бюджету; призначення на відповідальні посади не за кваліфікацією, а за зв'язками.	Лише поєднання «фізичного» капіталу з «людським» визначає рух капіталу та зростання його вартості.

Продовж. табл. 2.4

Інститути	Функції	Особливості розвитку інституту в Україні	Прояв ренто орієнтованої поведінки	Вплив на прибутковість капіталу підприємства
Обмін (купівля/ продаж)	Регулює відносини між приватними власниками, виробниками та покупцями таким чином, що б забезпечувалося їх просте та розширене відтворення.	Наявність бартерного обміну. Низька прозорість проведення аудиту та звітності. Посилення контролюючого впливу на економіку інституту торгово-промислових посередників, деформація процесу ціноутворення та перерозподілу власності.	Бартер; неплатежі робітникам постачальникам та бюджету.	Українські підприємці використовують бартер, неплатежі постачальникам, робітникам та бюджету як форму зниження витрат виробництва, а згода виробника на сплату бартером та неплатежі – формою зниження ціни продукції.
Конкуренція	Регулююча, мотиваційна, розподільча, контрольна. Конкуренція включає стимули до більш високої продуктивності, дозволяє розподіляти прибуток серед підприємств і домашніх господарств відповідно до їхнього ефективного внеску (принципу винагороди за результати). Конкуренція обмежує і контролює економічну силу кожного підприємства.	Слабкий розвиток конкурентного середовища: наявність нерівних умов для різних підприємств, галузей та регіонів, низький рівень інтенсивності внутрішньої конкуренції та слабка ефективність антимонопольної політики.	Створення штучних бар'єрів до вступу на ринок; висока монополізація ринку; податкові пільги та дотації окремим підприємствам та збільшення трансакційних витрат для інших.	Слабкий інститут конкуренції призводить до максимізації прибутку одними підприємствами за рахунок погіршення фінансового стану інших.
Кредит	Перерозподільча, емісійна, стимулююча, контрольна та функція заміщення грошей в обігу. Здійснює перерозподілі вартості на засадах платності, строковості, забезпечення і повернення.	Екстенсивний тип розвитку банківської системи України. Відбувається не найраціональніший перерозподіл вартості між територіальними та галузевими системами. Висока ціна кредиту негативно впливає на фінансову стійкість підприємств.	Орієнтація обслуговування торговельно-посередницьких та валютнообмінних операцій з швидким обігом коштів; завищена вартість кредиту та як наслідок погана доступність кредиту; низька стійкість банків та можливе привласнення заощаджень суспільства; субсидії, пов'язані із заниженими процентними ставками в державних кредитних установах	Висока ціна кредиту не забезпечує зростанню вартості власного капіталу підприємства. Кредитуючи поточну фінансову діяльність підприємства, банк не стимулює модернізацію, технологічне оновлення або зміну бізнес-плану.

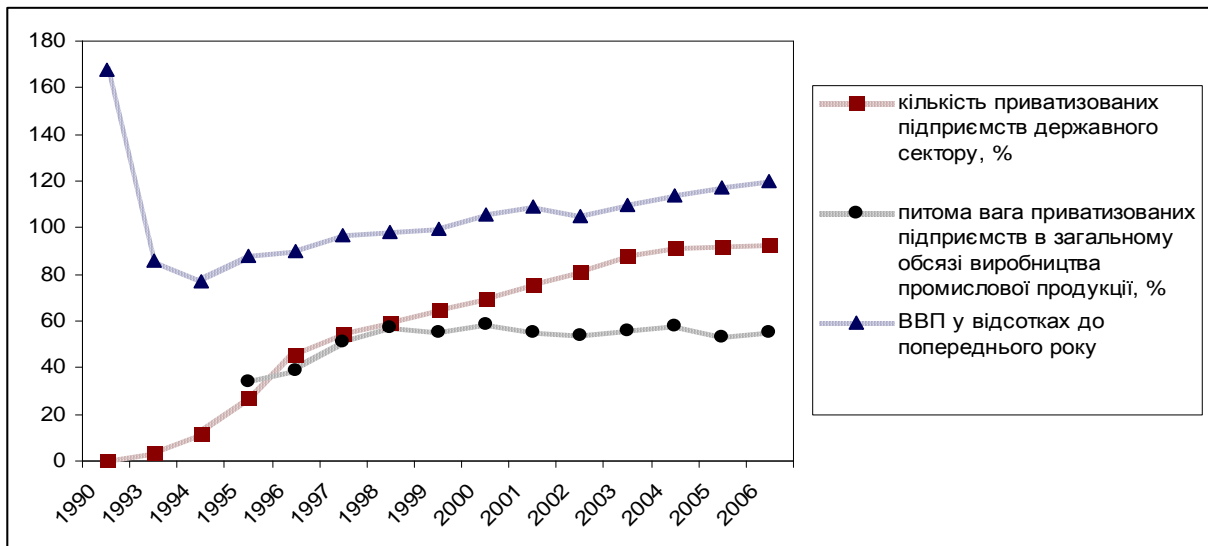
При цьому обмежується коло потенційних учасників угод, стаючи перешкодою на шляху залучення зовнішніх інвестиційних і кредитних ресурсів, створюючи додаткові бар'єри між окремими сегментами ринку через непрозорість відносин між агентами, перекручуючи всю систему розподілу доходів.

Розглянемо особливості впливу деяких інститутів, які на наш погляд є головними та потребують детального аналізу, на прибутковість капіталу підприємства,.

Інститут власності

Основною детермінантою якісного економічного аналізу інституційних перетворень та їх вплив на прибутковість підприємств є категорія власності. Системна перебудова власності - це складний і багатоаспектний процес, який не обмежується лише реформуванням відносин привласнення (приватизацією), а й включає відповідні зміни у способі володіння та використання людиною різних цінностей, у характері споживання виробленого продукту, у специфіці обміну та розподілу, а також в управлінні економічними процесами.

Починаючи з 1997 року в Україні проводяться численні незалежні дослідження ефективності роботи недержавних підприємств (найзначніші з них проведено Гарвардським інститутом міжнародного розвитку, Центром ринкових реформ В. Ланового, Я. Ширмером, В. Дубровським, О. Пивоварським, Т. Шигаєвою та ін. [^{97, 98, 99, 100}]). В роботах зроблено висновок про більш високу ефективність роботи недержавного сектора. Однак у [¹⁰¹] зазначається, що перехід від державної форми власності до корпоративної не дав запланованого економічного ефекту. Якщо підрахувати кількість приватизованих і надалі корпоратизованих підприємств за накопичувальним підсумком, то питома вага приватизованих підприємств у загальному обсязі виробництва промислової продукції мала збільшуватися, а не залишатися сталою (рис 2.4).



*Розраховано за даними статистичних бюлетенів «Про соціально-економічне становище України» Держкомстату України та «Про приватизацію» ФДМ України за 1999 – 2006 рр., річних звітів ДКЦПФР України за 1996 – 2006 рр.

Рис. 2.4. Динаміка корпоратизації та структурні зміни ВВП в Україні

В [102] відстоюється думка про те, що не завжди можна встановити прямий позитивний зв'язок між приватизацією і підвищенням ефективності господарювання як у масштабі всієї економіки, так і на рівні конкретних підприємств. На економічну поведінку суб'єктів більше впливають системні умови діяльності, ніж сама приватизація. У результаті важко вказати на якісні розходження у функціонуванні як державних підприємств, так і приватизованих. Якщо ж загальні умови господарювання не сприяють економічному зростанню, жодна форма власності в принципі не в змозі розкрити свої потенційні переваги.

Нами був проведений аналіз прибутковості у розрізі форм власності (рис. 2.5). Зроблені висновки, незважаючи на деякі відмінності через особливості функціонування галузей, найменш прибутковими є державні та відкриті акціонерні товариства. Найприбутковішими є дочірні, підприємства з необмеженим партнерством, акціонерне товариство з обмеженою відповідальністю та закриті акціонерні товариства, а для машинобудівних – приватне, акціонерне товариство з обмеженою відповідальністю та закриті акціонерні товариства. Таким чином, незважаючи на загальну тенденцію до зменшення прибутковості підприємств України, прибутковість різниться за

різними формами власності. Теоретично акціонерна форма власності надає суттєві переваги в залученні коштів через продаж своїх акцій широким колам дрібних інвесторів. Проте, якщо в більшості розвинених країн акціонерні компанії повною мірою користуються цією перевагою, то масова безкарна експропріація дрібних акціонерів і грубе порушення їхніх прав підірвали довіру багатьох іноземних інвесторів та переважної більшості населення України до акцій українських підприємств як до прийняттого інвестиційного інструменту.

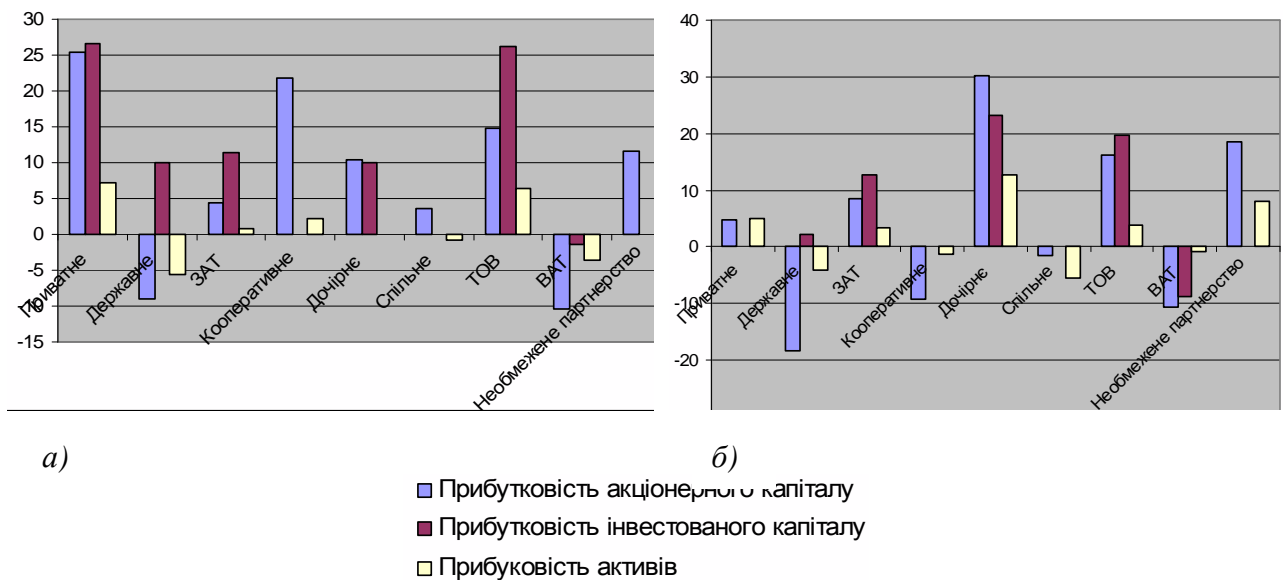


Рис. 2.5. Прибутковість хімічного виробництва (а) та виробництва машин і устаткування (б) у розрізі форм власності (2007 р.)

Проаналізуємо основні причини відсутності підвищення прибутковості підприємств в наслідок приватизаційних процесів.

По-перше, процес приватизації почався значно раніше ніж прийняття закону «Про приватизацію державної власності» (1992 р.), а ще в 1987—1988 рр. при законах «Про трудові колективи» та «Про державне підприємство», відповідно до яких майно державних підприємств було передане в управління трудовим колективам, від імені яких виступала адміністрація фабрик та заводів, а фактично — їх керівники. Аналогічні процеси відбувалися і в зв'язку з утворенням на базі великих державних підприємств малих підприємств та кооперативів, які у значній своїй частині виконували

роль механізмів з переведення фінансових ресурсів у невиробничу сферу, а точніше — у приватне користування. В [103] зазначено, наслідком такого розподілу власності стало створення можливості швидкого особистого збагачення без адекватної відповідальності за її ефективне використання. Власність без відповідального власника — це якісно нова, мало відома світовій практиці система економічних відносин. Водночас це ще й ніким не описана нова ментальність, новий економічний світогляд і новий спосіб життя відповідних суб'єктів господарювання.

Інвестиції в перманентний перерозподіл власності приносять у багато разів більші прибутки (доходи), ніж господарська діяльність. Джерелом зазначених доходів є, як правило, не розширення та вдосконалення основних фондів, а їх фактичне «проїдання». В процесі віртуального перерозподілу власності відбувається звужене відтворення ресурсної бази, а отже, й суспільного багатства в цілому. Приватизаційний дохід, який є метою перманентного перерозподілу власності, формується саме на цій основі. Він утворюється за рахунок зазначеного ресурсу — фізичного зменшення основних виробничих фондів. Цей дохід використовується, з одного боку, на цілі приватного споживання, з іншого — для нагромадження нового приватизаційного ресурсу. У цьому розподілі інвестиції в основний капітал, як правило, відсутні. Принаймні, вони не розглядаються суб'єктами приватизації як основне джерело наступного зростання відповідних доходів і тому можуть вважатися, швидше за все, винятком з описаної схеми економічних відносин.

По-друге, занадто висока оцінка вартості об'єктів з боку Фонду державного майна та наявність у них великої заборгованості істотно підвищувало вартість покупки. Це обумовлювало інвестиційну непривабливість більшості підприємств. Зберігалось також політично мотивоване небажання віддавати господарські об'єкти іноземним власникам. Розрив між фактичною та ринковою цінами становив головну привабливість приватизації для потенційного покупця, а отже створював потужний

приватний інтерес у лобіюванні приватизації, здатний подолати аналогічні інтереси директорів

По-третє, власники багатьох підприємств не зацікавлені у зростанні ринкової вартості виробничих капіталів та відповідно протидіють зростанню легальної прибутковості капіталу, тому що це не впливає на зростання особистого прибутку і в той же час перешкоджає нелегальному перерозподілу прибутку. Вилучення частини доходів товариства власниками, менеджерами або контролюючим акціонером позбавляє підприємство фінансових ресурсів, необхідних для розвитку і модернізації. Як наслідок - виробничі фонди переважної більшості підприємств зношені і застарілі, а продукція, що виробляється ними, втрачає конкурентоспроможність навіть на внутрішньому ринку. Крім того, вилучення доходів пов'язане з фальсифікацією показників фінансової звітності. Це фактично означає, що український уряд, акціонери оперують даними та інформацією, що не відповідають дійсності.

По-четверте, вилучення доходів призводить до системних диспропорцій в оплаті праці управлінського персоналу. Якщо в класичній західній корпорації значна частина доходів виділяється на стимулювання менеджерів і фахівців, зайнятих у процесі виробництва і науково-конструкторських розробках, то в українських акціонерних товариствах, як правило, власники та менеджери привласнюють значну частину прибутку. Тобто персонал, від якого значною мірою залежать продуктивність, якість і майбутня конкурентоспроможність продукту, в українських умовах майже позбавлений стимулів підвищувати продуктивність праці або удосконалювати технологію виробництва.

Звичайно, при цьому є певні винятки. Йдеться насамперед про малу грошову приватизацію, а також інші форми, які відповідають нормам повноцінних відносин приватної власності і де утвердження останньої безпосередньо викликане процесами приватизації. Однак це стосується переважно сфери послуг та торгівлі. В інших економічних сферах — зокрема в базових галузях промисловості, особливо ж у сільському господарстві —

процес перерозподілу власності здійснювався та здійснюється в основному відповідно до окресленої вище схеми.

Інститут конкуренції

Аналіз результатів табл. 2.1 дозволяє зробити висновок про слабку інтенсивність внутрішньої конкуренції в Україні, неефективність монопольної політики, високий рівень домінування на ринку, наявність значних торговельних бар'єрів до вступу на ринок та значний вплив норм на здійснення іноземного інвестування в підприємництво.

Слабкий інститут конкуренції призводить до максимізації прибутку одними підприємствами за рахунок погіршення фінансового стану інших. Монополізована і диспропорційні структура економіки є фактором активізації гострої боротьби за встановлення контролю над прибутковим підприємствами, а також стимулює пошук більш ефективних способів перерозподілу боржниками обробних галузей тягаря кредиторської заборгованості на самих кредиторів і державний бюджет, максимально виводячи з під обліку реальний господарський оборот.

На рис. 2.6. графічно відображена залежність прибутковості капіталу від ринкової долі, висоті бар'єрів входу та стратегічної поведінки підприємства в ринковому середовищі. При інших рівних умовах, прибутковість капіталу підприємства тим вище, чим вище ринкова частка підприємства на ринок. В той же час, якщо в галузі існують високі бар'єри вступу, це свідчить про високий рівень прибутковості капіталу. І навпаки, якщо в галузі існують не значні бар'єри до вступу, це свідчить про низький рівень прибутковості капіталу.

Крім того, у разі позитивного зв'язку між розміром підприємства та показником прибутку на вкладений капітал або частки прибутку в ціні, відкритим залишається питання - чи пов'язані ці результати з більш високою ефективністю великих фірм або із здійсненням ними монопольної влади.

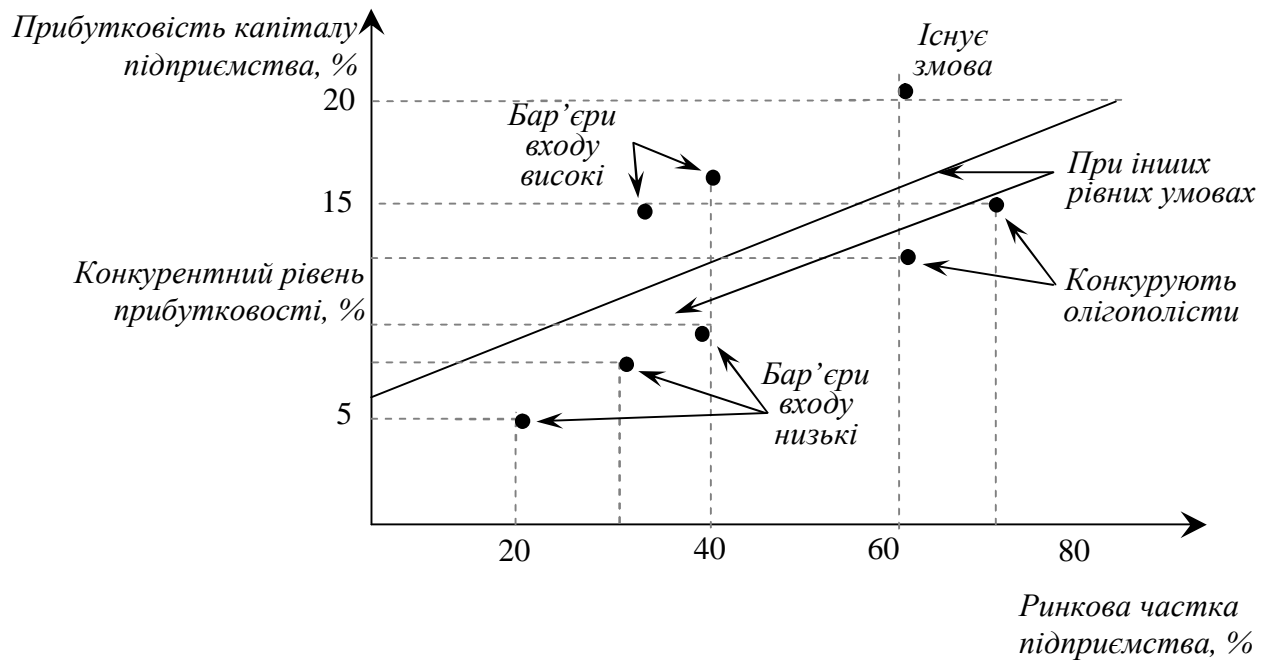


Рис. 2.6. Залежність прибутковості капіталу від ринкової долі, висоті бар'єрів входу та стратегічної поведінки підприємства в ринковому середовищі

Банківський інститут

Суттєвий вплив на прибуковість підприємств України здійснюють банківські інститути, як важливі та невід'ємні структури ринкової економіки. Банківська система стала своєрідним центром складного процесу становлення ринкових відносин, оскільки випереджає інші сектори економіки. Саме банки мають відігравати основну роль в утворенні оптимального середовища для мобілізації й вільного переливу капіталів, нагромадженні коштів для структурної перебудови економіки, приватизації й розвитку підприємництва.

Однак ще на початкових етапах перехідного періоду в Україні переважав екстенсивний тип розвитку банківської системи. На рівні з позитивним моментом - розширення традиційних сфер банківських операцій і створення конкурентного середовища мав також певний негатив, який виявився згодом у фінансових крахах окремих новоутворених банків.

Позитивним моментом у розвитку банківського інституту слід вважати докорінну зміну структури власності на банки, що дістало вираження у русі

від повної монополізації банківської справи в руках держави до створення системи приватних комерційних банків та перебування у державній власності тільки двох із них.

Річ у тому, що значним кількісним змінам структури банківської системи України не завжди відповідають позитивні якісні зрушення. Йдеться насамперед про досить низький рівень капіталізації комерційних банків, адже значну частину новоутворених кредитних інститутів було засновано в період загострення гіперінфляції підприємствами реального сектора економіки для розв'язання проблем суто власного забезпечення кредитними ресурсами. Діяльність інших банків початково мала на меті обслуговування торговельно-посередницьких та валютообмінних операцій із швидким обігом коштів.

Суттєво вплинула на кредитно-платіжні відносини з підприємствами криза неплатежів. З одного боку, комерційні банки, спостерігаючи погіршення платоспроможності підприємств, утримувалися від надання їм нових кредитів, що ще більше погіршувало становище підприємств. З іншого боку, підприємства, опинившись у скрутному фінансовому становищі, не могли виконувати свої зобов'язання не тільки перед іншими підприємствами, але й перед банками. Зростання простроченої заборгованості підприємства за банківські кредити створило серйозну загрозу для ліквідності не тільки окремих банків, але й банківської системи в цілому. Діяльність інших банків початково мала на меті обслуговування торговельно-посередницьких та валютообмінних операцій із швидким обігом коштів.

Вплив світової фінансової кризи наглядно продемонстрував нездатність вітчизняної банківської системи протистояти її викликам, мобільно пристосовуватись до постійно змінюваних ринкових умов і проявив потенційні ризики її дестабілізації.

В [104, с. 41] нами зроблено висновок: вплив кредитних ресурсів на ефективність функціонування економічних макро- і мікросистем в умовах української економіки є неоднозначним (табл. 2.5).

Вплив кредитної діяльності банків на ефективність функціонування економічних макро і мікросистем

Рівень	Позитивний вплив	Негативний вплив
Макросистема	<ol style="list-style-type: none"> 1. Забезпечення безперервності кругообігу капіталу, прискорення його концентрації і централізації 2. Є інструментом регулювання відтворення. 3. Сприяє розвитку міжнародних економічних зв'язків 4. Компенсується недостатність капіталу в конкретній галузі 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Можливе не найраціональніший перерозподіл вартості між територіальними та галузевими системами. 2. Можливе перенасичення обігу платіжних засобів 3. У разі наявності великої кількості "поганих" боргів держава змушена проводити пряму рекапіталізацію банків, що провокує послаблення гривні та зростання інфляції
Мікросистема	<ol style="list-style-type: none"> 1. Відбувається більш швидкий процес капіталізації прибутку, а, отже, концентрації виробництва 2. Здійснення контролю за діяльністю економічних суб'єктів 3. Стимулює підвищення ефективності виробництва на підприємстві. 4. Виступає джерелом формування основних та оборотних коштів підприємств 5. Більш швидко отримання споживачами товарів, послуг, житла та інших благ за рахунок позичкових коштів. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Кредитуючи поточну фінансову діяльність підприємства, банк не стимулює модернізацію, технологічне оновлення або зміну бізнес-плану 2. Висока ціна фінансових ресурсів. При такій ціні економічний ефект від залучення позичкових фінансових ресурсів може бути тільки негативним. 3. Можливий суб'єктивізм з боку кредитора при визначенні кредитоспроможності позичальника

Розглянемо детальніше місце на роль банківського інституту в організаційно-економічних відносинах між суб'єктами економіки.

На рис. 2.6 (у спрощеному вигляді) схематично представлено місце кредитної діяльності банку в відносинах між економічними суб'єктами, а також представлений механізм вилучення частини віддачі на капітал у виробників.

Після видачі кредитної позики K в сферу виробництва, вона починає перетікати в сферу споживання у вигляді зростання номінальних доходів населення - як власників підприємств, так і найманого персоналу. Швидкість перетікання позики в доходи населення можна характеризувати функцією $U(t)$. Але в той же самий час, менеджери знаючи про необхідність погашення кредиту відносять на собівартість виробленої продукції платежі з обслуговування кредитної заборгованості та підвищують вартість продукції. Однак зростання вартості виробленої продукції підпорядковане ставкою

позичкового відсотка і обсягом кредитування, а не динамікою виробництва та потребою споживачів у ній. Зростання вартості продукції можна визначити функцією $W(t)$.

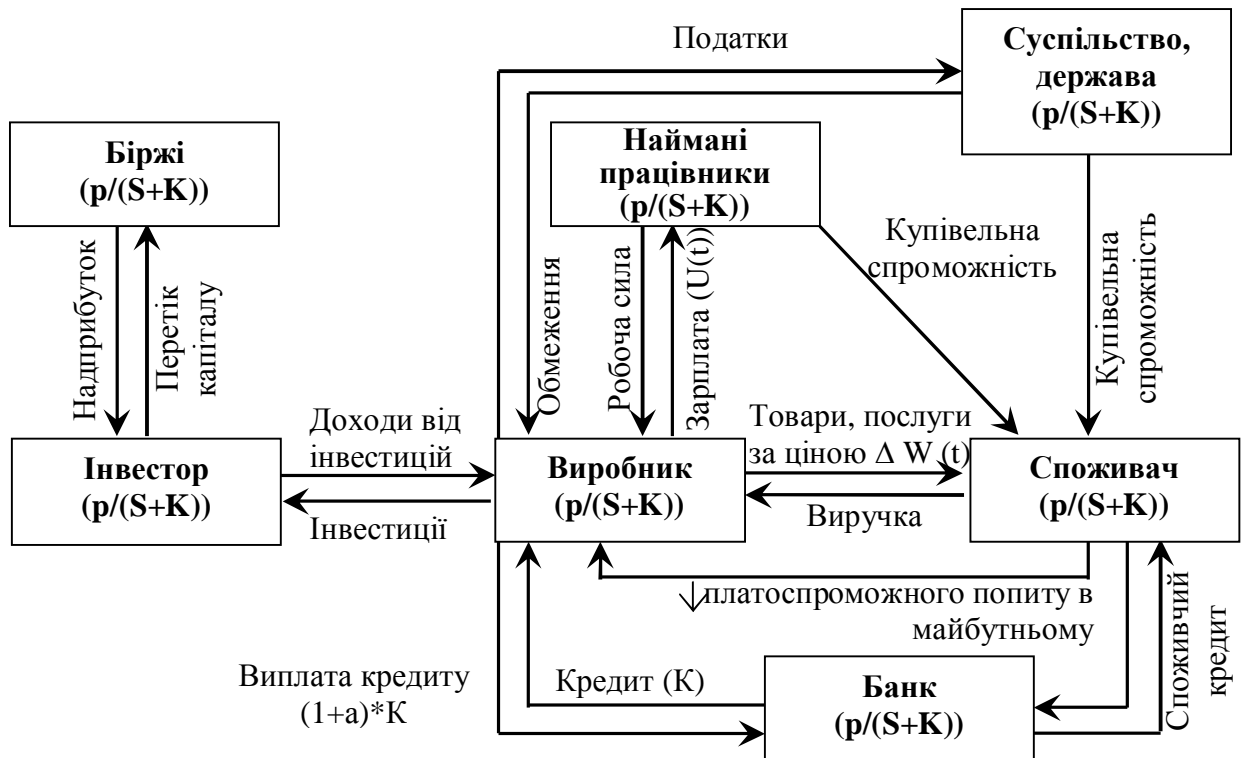


Рис.2.6. Місце кредитної діяльності банку в відносинах між економічними суб'єктами

$S + K$ - поточна платоспроможність суспільства в її номінальному обчисленні; S - обсяг емітованої в обіг грошової маси; K - загальний обсяг кредитної заборгованості, сума фінансових коштів у їх номінальному виразі, якою володіє дана фізична / юридична особа; p - сума фінансових засобів у їх номінальному виразі, якою володіє дана фізична / юридична особа; a - ставка позичкового відсотку за кредит; $W(t)$ - зростання вартості обсягу виробленої продукції у наслідок виданої позички; $U(t)$ - швидкість перетікання позички в доходи населення.

Функції $U(t)$, $W(t)$, обсяг кредиту K і обсяг повернення кредиту $(1 + a)K$ при незмінності значення S пов'язані в часі один з одним співвідношенням:

$$\int_0^{\tau} U(t)dt \leq K < (1+r)K \leq \int_0^{\tau} W(t)dt \quad \text{при } \tau \rightarrow \infty \quad (2.1)$$

Сенс цього співвідношення в тому, що рівень цін під впливом позичкового відсотка зростає швидше, ніж купівельна спроможність населення під впливом виданого обсягу кредитної позички.

Наскільки при цьому зростають обсяги виробництва в натуральному вигляді (або в незмінних цінах) внаслідок кредиту, виданого у сферу виробництва, залежить від господарської діяльності підприємства: номенклатури продукції, технологій, організації, вдосконалення виробництва. Таким чином, зростання виробництва в натуральному вигляді можливе не більше, ніж на величину обумовлену зростанням галузевих показників та енергозабезпечення відповідних виробництв. Однак, таке зростання в більшості випадків історично нижче, ніж ставка позичкового відсотка.

Аналогічно при видачі кредитної позики безпосередньо в сферу споживання знищує деяку частину платоспроможного попиту в майбутньому, тим самим підгальмовуючи в майбутньому збут і виробництво продукції. Тобто ті споживчі кредити, що видаються під позичковий відсоток, при розгляді функціонування багатогалузевої виробничо-споживацької системи суспільства теж впливають негативно.

Крім того, інститут кредитування породжує у кредитно-фінансовій системі брак платоспроможності виробництв і населення стосовно заявленої вартості продукції, виставленої на продаж, а також той певний обсяг свідомо неоплачуваної заборгованості, яка виникає внаслідок того, що значення інтеграла від функції $W(t)$ завідомо більше значення інтеграла від функції $U(t)$. Поняття свідомо неоплачуваної заборгованості вперше було запропоновано в [105].

Обсяг неоплатної заборгованості деяким чином розподіляється серед носіїв купівельної спроможності, більшість з яких дізнається про її наявність тільки тоді, коли корпоративний кредитор пред'являє рахунки до оплати (таке пред'явлення «рахунків до оплати» започаткувала «великої депресії» у 1929 р.) або припиняє видавати нові кредити, за рахунок яких підтримується сталий грошовий обіг, у тому числі й та його компонента, яка супроводжує діяльність реального сектора економіки.

Кредитна заборгованість, практично є нестачею коштів платежу в торговому обороті по відношенню до цін, встановлених виробником, та може бути покрита за рахунок двох джерел:

- додаткова емісія коштів платежу веде до зниження купівельної спроможності розрахункової грошової одиниці, а при великих обсягах емісії призводить до руйнації сталих міжгалузевих пропорцій;
- списання заборгованості

З одного боку, підприємства можуть використовувати кредит як інвестиційні ресурси на розширення або модернізацію виробництва. З іншого, кредит має позитивний ефект на діяльність підприємства тільки в випадку, коли ціна позичкового капіталу менша за прибутковість активів. Однак, якщо взяти будь-який період діяльності підприємства за період незалежності української економіки, то для переважної більшості підприємств країни рентабельність активів ніколи не перевищувала величину процентної ставки за виданими банками кредитами (табл. 2). Наприклад, якщо процентна ставка по гривневих кредитах в банках 20%, то для того щоб підприємству з активами балансу в розмірі 2 млн. грн. забезпечити позитивну величину диференціала фінансового лівереджу, тобто рентабельність активів у розмірі 21%, необхідно сформувати чистий прибуток у розмірі 420 тис. грн. [106] Що в нинішніх умовах практично нереально.

Таблиця 2.6

Порівняння процентної ставки за кредит та рентабельності активів підприємства

Рік	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
% за кредит	29,6	19,6	17,7	17,5	16,4	15,1	13,9	19,1	30
<i>Рентабельність активів</i>									
<i>Хімічне виробництво</i>									
Великі	9,82	9,54	5,35	3,6	7,1	8,71	6,08	5,52	9,82
Середні	-1,2	11,1	6,69	7,22	7,24	7,91	4,09	4,09	-1,2
<i>Виробництво машин та устаткування</i>									
Великі	1,52	4,86	2,33	3,09	3,47	2,98	2,64	1,66	1,52
Середні	-0,36	12,52	7,06	9,14	7,81	7,32	3,93	3,38	-0,36

Таким чином, підприємства отримують банківські кредити на умовах, при яких від'ємне значення диференціала фінансового левериджу веде до зниження рентабельності власного капіталу, тобто більша частина прибутку, що генерується власним капіталом підприємства, йде на обслуговування залученого позикового капіталу. Значною мірою підприємства працюють не на економічний ефект, а накопичені невиконані фінансові зобов'язання призводять до рефінансування кредиту з меншою відсотковою ставкою. На рис. 5 відображено динаміку коефіцієнта фінансового лівериджа та чистого прибутку (збитку) банків. Коефіцієнт фінансового левериджу був розрахований за формулою:

$$K_{\phi л} = (Z_о + K) / A_k, \quad (2.2)$$

де $K_{\phi л}$ - коефіцієнт фінансового левериджу;

$Z_о$ - довгострокові зобов'язання;

K – короткострокові зобов'язання;

A_k – акціонерний капітал.

Видно чітку динаміку до збільшення прибутку банків, що корелює з обсягом запозичень підприємств, у той час коли прибутковість останніх падає.

При цьому, кількість і якість фінансових продуктів, які пропонують банки суб'єктам економіки, не забезпечують можливості ефективно вирішувати фінансові проблеми в інтересах розвитку. Навіть іноземні банки на території України пропонують клієнтам тільки кредити і депозити. Наприклад, факторинг надається клієнтам дуже обмеженою кількістю банків, а багато хто з тих, що його надають, формують такі умови, при яких повністю відсутня економічна доцільність використовувати цей продукт.

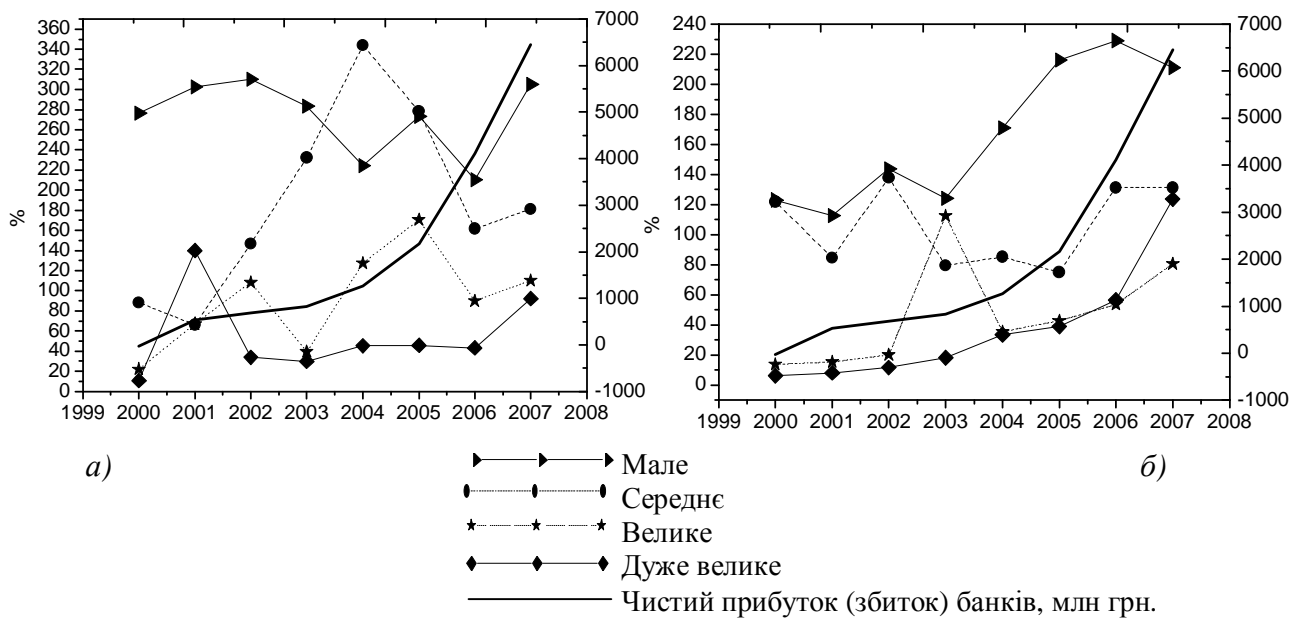


Рис. 2.7. Динаміка коефіцієнта фінансового лівериджу та чистого прибутку (збитку) банків (а – підприємства хімічної галузі, б – підприємства машинобудівної галузі)

Крім цього, кредитування поточної діяльності не стимулює інвестиційну діяльність, модернізацію, технологічне оновлення на підприємстві. Замість того щоб знижувати ціни, збільшувати конкурентоздатність своєї продукції або адаптуватися до поточної кон'юнктури, підприємства залучають кредит, продовжуючи виробничий цикл та згодом потребують нових позичок.

В той же час слід враховувати переваги позичково капіталу. Якщо диференціал фінансового лівериджу дорівнює нулю, підприємству також може бути вигідним залучення позичкового капіталу, оскільки це сприятиме розширенню масштабів виробництва, створенню нових робочих місць, забезпеченню безперервності виробництва і навіть зростанню маси прибутку. Більше того, підприємство може залучати позичковий капітал навіть тоді, коли диференціал фінансового лівериджу від'ємний — така ситуація можлива, коли втрати від призупинення виробництва чи порушення нормального операційного циклу через нестачу коштів будуть більшими, ніж

втрати від використання дорогого кредиту. Позичковий капітал має деякі переваги над власним. Покритеріальна порівняльна характеристика власного та позикового капіталу підприємства представлена в табл. 2.7.

Таблиця 2.7

Покритеріальна порівняльна характеристика власного та позикового капіталу фірми

Критерій	Власний капітал	Позичковий капітал
Наявність на момент створення господарюючого суб'єкта	Обов'язкове	Необов'язкове
Збереження форми	Приймає форму інвестицій	Зберігає свою форму
Право голосу	Повне або обмежене Право виникає тільки після виконання зобов'язань за позичковим капіталом	Відсутній Має безумовне право вимагати відшкодування кредиту згідно з договором
Право на отримання частини прибутку та майна	За залишковим принципом	Першочергове
Право на майно фірми при її ліквідації	Власник має право на майно фірми, яке залишилося після розрахунків з третіми особами	Кредитор не має права на частину майна, що залишилася після розрахунків з третіми особами
Наявність забезпечення	Не вимагає	Може бути забезпеченим або незабезпеченим
Вартість залучення	Висока вартість порівняно з альтернативними позиковими джерелами формування капіталу.	Більш низька вартість порівняно до власного капіталу за рахунок забезпечення ефекту "податкового щита".
Доступність залучення	Простота залучення, рішення, які пов'язані зі збільшенням власного капіталу приймаються власниками та менеджерами підприємства без необхідності отримання згоди інших господарюючих суб'єктів	Досить широкі можливості залучення, особливо при високому кредитному рейтингу підприємства
Можливий обсяг залучення	Обмеженість обсягу залучення, а, отже, і можливостей суттєвого розширення операційної та інвестиційної діяльності підприємства в періоди сприятливої кон'юнктури ринку і на окремих етапах його життєвого циклу.	Ті ж
Здатність генерувати прибуток	Висока здатність генерувати прибуток в усіх сферах діяльності, оскільки при його використанні не потрібно сплату позикового відсотка в усіх його формах.	Забезпечує зростання фінансового потенціалу підприємства при необхідності істотного розширення його активів і зростанню темпів зростання об'ємів його господарської діяльності

Продовж. табл. 2.7

Критерій	Власний капітал	Позиковий капітал
Забезпечення фінансової стійкості розвитку підприємства	Є фінансовою основою підприємства, а також забезпеченням фінансової стійкості розвитку підприємства, його платоспроможності в довгостроковому періоді, а відповідно і зниженням ризику банкрутства.	Значне залучення позикового капіталу сприяє пониженню фінансової стійкості підприємства, його платоспроможності, а відповідно і підвищенню ризику банкрутства
Здатність підвищувати рентабельність підприємства	Без залучення позиково капіталу неможливо забезпечити перевищення коефіцієнта фінансової рентабельності діяльності підприємства над економічною.	Має можливість генерувати приріст фінансової рентабельності (коефіцієнт рентабельності власного капіталу).
Необхідність погашення	Тільки у разі банкрутства	Більшість кредитів мають бути погашена в строк
Термін повернення капіталу	Не встановлений	Встановлений умовами договору
Порядок відшкодування плати за капітал	У вигляді відсотків або дивідендів тільки у тому випадку, якщо підприємство отримує прибуток	Виплата передбачених в боргових зобов'язаннях відсотків обов'язкова незалежно від результатів господарської діяльності.
Пільги по податку	Немає	Є пільга по податку (витрати по обслуговуванню капіталу зменшує прибуток оподаткування)

Аналіз таблиці дозволяє зробити висновок: вартість позикового капіталу є порівняно низькою з вартістю акціонерного капіталу за рядом причин, а саме:

1. Витрати по технічному забезпеченню та ті що пов'язані із залученням для позикового капіталу нижчі ніж для акціонерного (не потрібна функція регістратора, послуги андеррайтера – фахівця по розміщенню).

2. Доподаткова ставка відсотків за позиковим капіталом нижча ніж доходність по акціонерному капіталу. Це пов'язано з більш низьким ризиком, так як у випадку фінансових невдач або банкрутства вимоги кредиторів будуть задоволені в першу чергу. Крім того позиковий капітал часто надається під гарантію або забезпечення реальними активами, які гарантують повернення коштів.

3. Плата за позиковий капітал зменшує оподатковувану базу.

4. Позиковий капітал не дає право його власникам на управління і не загрожує керівництву втратою робочих місць. Додаткова емісія акцій несе потенційну загрозу скупки акцій сторонніми інвесторами та зміни політики фірми, тоб то зміни керівництва.

5. Зростання доходності власного капіталу (якщо доходність активів перевищує плату за позиковий капітал);

Проведений аналіз особливостей становлення та зміни прибутковості українських підприємств на основі інституціонального підходу дозволяє зробити наступні висновки: в інституційних змінах домінують еволюційні процеси, які залежать від попередньої траєкторії розвитку країни. Було б помилково вважати, що тільки форсований постіндустріальний розвиток виявиться для України шляхом переходу на траєкторію стабільного росту. В той же час зволікання з економічними реформами та інституційною розбудовою української держави гальмує не тільки розвиток суспільства та промисловості, але й знищує його потенціал. Прискорення інституціональних змін можливе лише при активній участі держави у цьому процесі шляхом імпорту ефективних інститутів та адаптації механізмів їх впровадження з урахуванням специфіки української інституційної матриці. Слід розуміти, що сучасний розвиток України є трансформаційним тому об'єктивно має місце економічній неефективності, «ринковим провалам» та рентоорієнтованій поведінці.

Ситуація, що склалася, потребує переосмислення системи економічних відносин, яка повинна забезпечувати стійкий розвиток усіх її суб'єктів. Очевидно, орієнтація власників підприємств на отримання максимального прибутку в короткостроковій перспективі призвела до загрози існування підприємства в майбутньому. Суттєвою перешкодою розвитку підприємництва є сучасний стан та взаємодія інститутів фінансового ринку України. Важливого значення набуває врегулювання фондового ринку та банківської системи України. Повинна бути розроблена комплексна програма розширення мережі комерційних банків, посилення та збільшення ролі в ринковій економіці. Ця об'єктивна необхідність передбачає немало моментів,

практична реалізація яких повинна сприяти появленню конкурентоспроможності системи комерційних банків.

Питання залучення інвестицій для технічної модернізації є першочерговим для підприємств. Зволікання з інвестиційними проектами прирікає переважну більшість з них на неминуче банкрутство в недалекій перспективі.

Очевидно, що соціальна поведінка суб'єктів приватизаційних процесів обумовлюється відповідністю змісту приватизації інтересам і потребам різних соціальних груп і верств населення. У перспективі перехід до приватновласницьких відносин залежатиме від характеру взаємодії всіх суб'єктів приватизації. Тому особливого значення набуває створення соціального механізму приватизації з надійним зворотним зв'язком, який дав би змогу оперативно враховувати рівень реалізації соціально-рольових очікувань суб'єктів приватизації, порушення балансу їх інтересів і своєчасно вносити необхідні корективи до програм економічних реформ.

Стратегія приватизаційної політики в Україні не може не враховувати особливості міжнародного досвіду. З одного боку, розвинені країни світу завдяки приватизації, збільшенню кількості власників привели в дію потужні внутрішні резерви не тільки подолання дестабілізації своїх економік, а й нові джерела модернізації, піднесення. З іншого - світовим досвідом доведено, що сумарний соціальний та економічний ефект досягається не тільки там, де діють плюралістичні форми власності та ринкові відносини (ринок існує і в слаборозвинених країнах із низьким рівнем життя населення), а й там, де досягли високих ступенів розвитку управління виробництвом, організації праці, де ціна робочої сили адекватна її вартості. Головним стає не власність, а управління. Для формування ефективної економіки необхідно створити умови, при яких дохід на фактор виробництва буде встановлюватися відповідно до продуктивності цього фактора, а «пошук ренти» перетворити на «пошук прибутку». Тобто потрібно максимально нівелювати вплив влади на розподіл доходів. Ефективний розподіл доходів (при якому дохід визначається продуктивністю діяльності) можливе лише при ефективному

розподілі влади (такий порядок, при якому дотримано баланс влади, тобто будь-яка спроба неефективного поведінки буде мати для суб'єкта відповідні негативні наслідки).

Тому принципове піднесення якості національної інституціональної системи, у тому числі й у сфері відносин власності, можливе лише за умови узгодження та інтеграції всіх її елементів на новому рівні.

2.2 Моделювання впливу інфляційних процесів на прибутковість капіталу підприємства

В умовах економіки України з високим рівнем інфляції (рис.2.8 та рис. 2.9) особливо важливим постає завдання вдосконалення інструментарію оцінки її впливу на прибутковість капіталу підприємства для ухвалення ефективних стратегічних інвестиційних рішень.

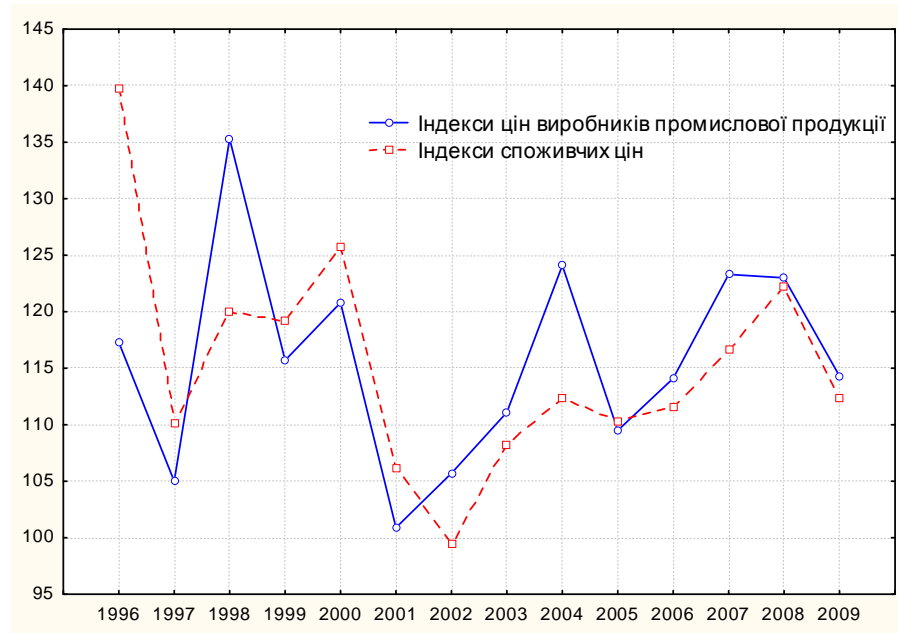


Рис.2.8. Індеси споживчих цін та цін виробників промислової продукції у 1996-2009 рр.

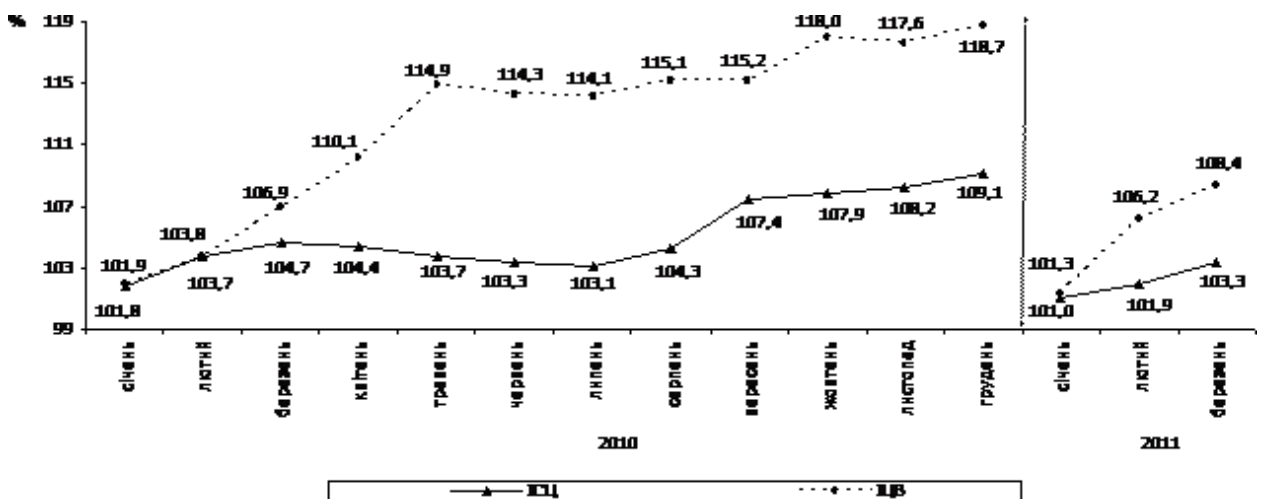


Рис. 2.9 Індеси споживчих цін та цін виробників промислової продукції у 2009-2011 рр. (до грудня попереднього року) [107].

До вивчення феномену інфляції доклали зусиль багато зарубіжних та вітчизняних вчених.

Серед зарубіжних авторів варто відмітити наступних вчених: П. Самуельсона, У. Нордгауса, М. Фрідмена, М. Наймана, які досліджували природу інфляції та механізм її функціонування [108, 109, 110]; Р. Дорнбуш, С. Фішер займалися дослідженням макроекономічної рівноваги та регулюванням інфляції [111]; Р. Лейрд аналізував соціально-економічні наслідки впливу високих темпів інфляції; С. Росс, Р. Вестерфілд, Б. Джордан досліджували вплив інфляції на корпоративні фінанси [112]; А.А. Томпсон, А. Дж. Стрикленд розробляли механізм впровадження стратегічного управління з урахуванням факторів зовнішнього середовища, зокрема фактору інфляції, на підприємстві [113]; Д. Хан займався проблемою обліку інфляції в економічному плануванні та контролі [114].

У двадцяті роки ХХ ст. вітчизняні дослідження процесів інфляції велися С.Г. Струмиліним, І.Х.Озеровим, Н.Н. Шапошніковим, А.А.Соколовим, В.В.Новожиловим, Л.Н. Юровським, теоретична спадщина яких пізніше було узагальнена В.Е. Маневичем, М.І. Савлуком.

Серед сучасних вітчизняних вчених слід відзначити І.Т. Балабанова, В.Н. Саліна, О.Ю. Ситнікову, С.А.Ворончихина, Н.А Остап'юка, Р.С. Коршикова., М.Р. Лучко, А.В. Суворова, М.В. Мазур, І.М. Павлюк, Л.Г. Ловінська, М.А. Клімова, які досліджують проблему фінансового обліку фактору інфляції [115, 116, 117, 118, 119, 120, 121]; Е.А.Синцова, М.І. Баканова, А.Д. Шеремета, які досліджують особливості формування грошових потоків промислового підприємства в умовах інфляції [122, 123]; дослідженням особливостей прийняття управлінських рішень в умовах інфляції займаються Н.В. Харченко, Р.Г. Каспина, Г.Г. Кирейцев, Е.Г. Мельник, В.Г. Лебедев. Найбільш значущими в дослідженні впливу інфляції на прибутковість капіталу є роботи А.В. Савчука, Громової Е.А., Ковалева В.В., Фетодової М.А., Родионової В.М. [124, 125, 126, 127, 128, 129].

Аналіз робіт вищезазначених дослідників макро-процесів дозволяють зробити висновок: теоретичні моделі, як і статистичні дослідження, більш-

менш одностайно відзначають несприятливий вплив інфляції на економічну систему. Так, Е. Стокман, використавши стандартні моделі макроекономічної рівноваги показав: запас реального капіталу в розрахунку на душу населення, має (за інших рівних умов) безперервно зменшуватися під впливом передбачуваного інфляційного зростання цін, а це, у свою чергу, обмежує можливості економічного зростання [130]. Аналогічні висновки можна знайти і в ряді інших теоретичних робіт, у тому числі в роботах одного з лауреатів Нобелівської премії з економіки Р. Лукаса [131].

Не менш категоричні і висновки економетричних досліджень статистичних даних [132, 133, 134]. Основний висновок автори формулюють таким чином: ні в одному з вивчалися випадків не вдалося встановити позитивної кореляції між інфляцією і процесами економічного зростання. Sarel [135] аналізуючи вибірку з 87 країн в період 1970-1990 рр, прийшов до висновку: інфляція негативно впливає на зростання економіки, якщо вона перевищує 8% в рік. В той же час Ghosh, Phillips [136] досліджуючи 100 країн в період 1960-1996 рр. визначили, що збільшення інфляції з 10% до 20% може зменшити темп росту ВВП на 0,3-0,4 відсоткових пунктів та інфляція негативно впливає на зростання економіки, якщо вона перевищує 2-3% в рік. В [137] на основі побудованої сплайн-регресії доведено: лише якщо рівень інфляції нище 3%, то вона має позитивний вплив на економічне зростання країни. Позитивний вплив на економічне зростання пояснюється тим, що незначний рівень інфляції сприяє зростанню цін і норми прибутку і таким чином сприяє пожвавленню кон'юнктури. По мірі збільшення темпів інфляція перетворюється на реальну перешкоду для виробництва і загострює економічну і соціальну напруженість у суспільстві. Інфляція викривляє структуру споживчого попиту, загострює проблему ємності внутрішнього ринку.

Однак, зрозуміло що оптимальний рівень інфляції різниться в залежності від особливостей розвитку економіки кожної країни. Тому Sepehri, Moshiri в [138] зробили більш глибоке дослідження та встановили: для країн з середнім доходом оптимальний рівень інфляції складає 11-16%, для

країн з доходом нище середнього - 15-21%, для країн з доходом вище середнього – 4-5%. Однак вітчизняні вчені вважають, що оптимальним рівнем інфляції для української економіки на нинішній стадії її розвитку є 5-6%, а наявний високий рівень інфляції не вважають продиктовано об'єктивною необхідністю, адже країни Східної Європи та колишнього Радянського Союзу забезпечують подібні середні темпи економічного зростання, зберігаючи при цьому значно нижчу інфляцію.

Якщо питання природи та механізму впливу інфляції на економіку макrorівня достатньо розглянуті в літературі, то дослідженню особливостей впливу даного феномену на підприємство та на результати його діяльності розкрито в більшій частині з боку проблеми обліку інфляції в фінансовій звітності [139, 140, 141, 142, 143, 144, 145]. На основі аналізу методів обліку інфляції в фінансовій звітності, нами було систематизовано їх вплив на прибутковість капіталу підприємства (табл. 2.8).

Таблиця 2.8

Вплив методу обліку інфляції в фінансовій звітності на прибутковість капіталу

Назва методу	Сутність методу	Вплив на прибутковість капіталу підприємства
Оцінка об'єктів по собівартості	Немонетарні об'єкти бухгалтерського обліку оцінюються по ціні купівлі.	Погіршення умов для отримання позичкового капіталу, адже вартість основних засобів занижена та не відповідає реальній ринковій вартості. Декларування прибутку без врахування інфляції знижує економічний потенціал підприємства та не дозволяє приймати ефективні рішення по управлінню власним капіталом.
Оцінка об'єктів бухгалтерського обліку в грошових одиницях однакової купівельної спроможності (GPL)	Прибуток підприємства коригуються на зміну загального рівня цін. При визначенні прибутку береться не вартість придбання активів, а вартість аналогічних активів на кінець звітного періоду	Прибуток власників капіталу під впливом інфляції збільшується за рахунок збільшення власного капіталу, що забезпечує збереження його сукупної купівельної спроможності, та інфляційного прибутку (збитку), що обумовлена перевищенням кредиторської заборгованості над монетарними активами.
Переоцінка об'єктів бухгалтерського обліку в поточну вартість (ССА)	Об'єкти бухгалтерського обліку оцінюються та перераховуються в поточну вартість	Інфляція не впливає на прибутки підприємства. Сума прибутку занижуються, оскільки збільшення активів і пасивів (переоцінка) проводиться за рахунок зменшення прибутку

Одночасне використання загальних індексів цін та галузевих індексів.	Власний капітал перераховується на загальний індекс інфляції (GPL), а активи – по індивідуальним індексам цін.	Прибуток власників капіталу під впливом інфляції збільшується за рахунок збільшення власного капіталу, що забезпечує збереження його сукупної купівельної спроможності, та інфляційного прибутку (збитку), що обумовлена зміною ціни на активи та перевищенням кредиторської заборгованості над монетарними активами.
--	--	---

Таким чином, важко виділити метод, використання якого б забезпечило надійність інформації, що обумовлюється необхідністю врахування усіх умов і обставин, властивих конкретному суб'єкту господарювання. Тобто, можна сказати, що на даний момент залишається не вирішеним питання щодо обрання оптимального методу обліку інфляції, який би забезпечив достовірність бухгалтерських показників.

Незважаючи на негативний вплив на процес відтворення, інфляція неоднаково впливає на різні підприємства. Багато в чому це залежить від положення підприємства на ринку. Так, монополісти навіть певною мірою виграють від інфляції. Дуже суперечливо вплив інфляції на грошово-розрахункові операції підприємства. Наприклад, наявні грошові кошти і дебіторська заборгованість по мірі знецінення грошової одиниці частково втрачають свою вартість, що призводить до реальної втрати підприємством частини своїх оборотних коштів. У той же час грошові зобов'язання підприємства, якщо вони зафіксовані в гривні без перерахування на ріст цін, в умовах інфляції зменшуються, що безумовно вигідно підприємству.

Таким чином інфляція може мати як позитивний, так і негативний вплив на функціонування підприємства та економіки в цілому в залежності від конкретних умов прояву. (рис. 2.10).

Вважаємо найбільш прийнятними для дослідження впливу інфляційних процесів на прибутковість капіталу методичні підходи, викладені в [146], так як вони дозволяють вирішити питання про прибутковість або збитковість вкладення власного і позикового капіталу з можливістю аналізу факторів, що впливають на дані показники. У табл. 2.9

представлена базова модель Савчука А.В. та її модифікація з урахуванням інфляції.

Проаналізувавши модель, можна зробити висновок, що показник загального доходу (I_n , I_{ni}) в певному сенсі аналогічний показнику чистої поточної вартості. Відмінність, зокрема, полягає в тому, що оцінка грошового потоку, що генеруються інвестиційним проектом, приводиться не до початку робіт по його здійсненню, а до моменту завершення проекту. Це дозволяє не тільки вирішити питання про прибутковість або збитковість даного проекту, але і визначити величину прибутку, яка буде отримана за весь період його реалізації.

Важливість урахування інфляції в моделі обумовлено тим, що інфляційні процеси безпосередньо впливають на ринкову вартість капіталу і реальну прибутковість інвестицій. Однак основна небезпека інфляції полягає не в її величині, а в її непередбачуваності.

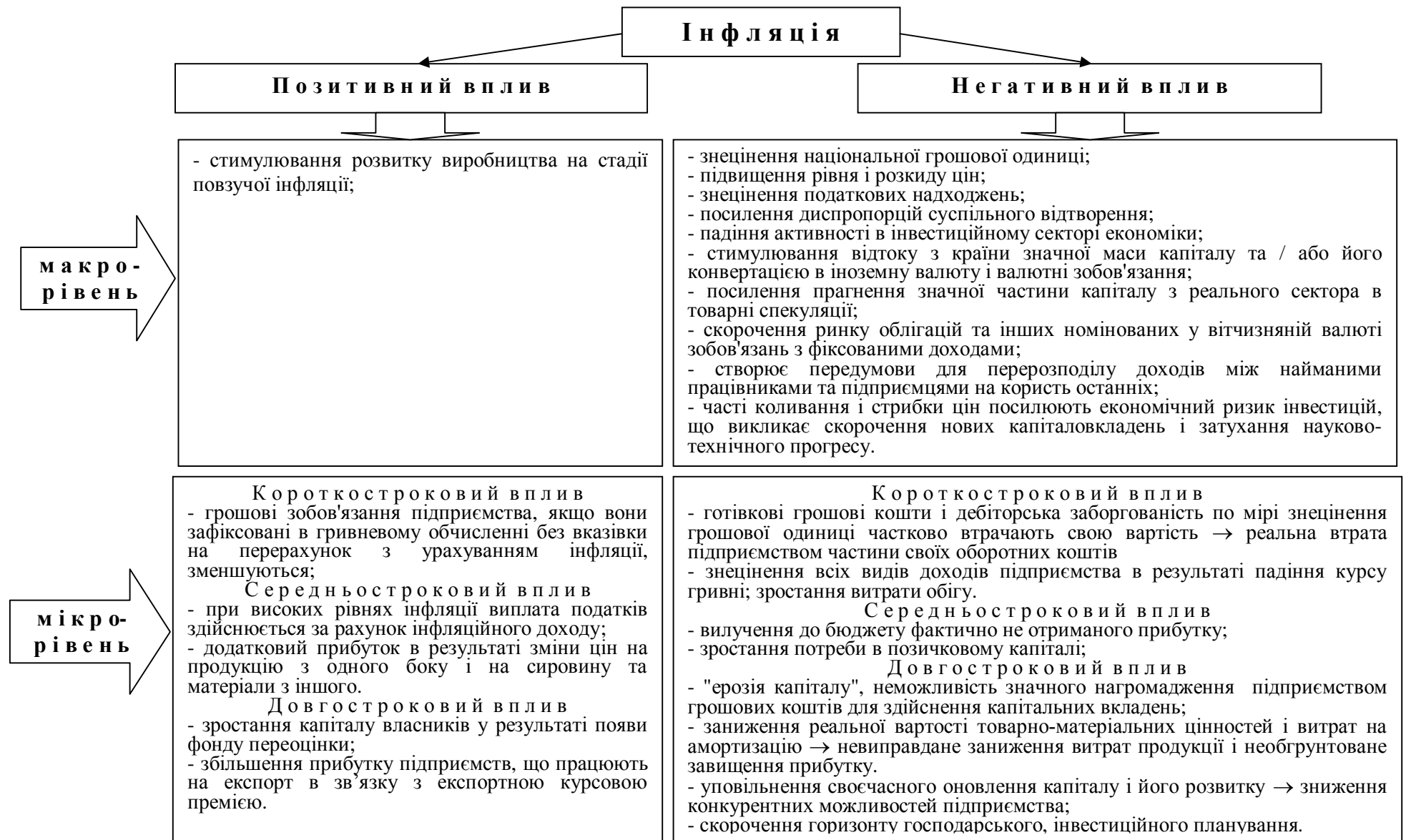


Рис. 2.10. Аналіз впливу інфляції на макро- і мікро- рівень економіки

Таблиця 2.9

Базова модель Савчука А.В. та її модифікація

	Базова модель	Модель з урахуванням інфляції
Базова модель	$I_n = \frac{\beta(I_c + I_z)[(1+\gamma)^n - 1]}{\gamma} - \frac{\alpha I_z[(1+\gamma)^n - 1]}{\gamma} - I_z$	$I_{nu} = \left\{ \frac{\beta(I_c + I_z)[(1+\gamma)^n - 1]}{\gamma} - I_z \frac{\alpha I_z[(1+\gamma)^n]}{\gamma} \right\} \frac{1}{(1+h)^n}$
Прибутковість одиниці інвестованого власного капіталу	$i_{cn} = \beta \left[(1+\gamma)^n - 1 \right] / \gamma$	$i_{cnu} = \beta \frac{\sum_{i=1}^n (1+h)^{n-i+1} (1+\gamma)^{i-1}}{(1+h)^n}$
Прибутковість одиниці інвестованого позичкового капіталу	$i_{zn} = \left\{ (\beta - \alpha) \left[(1+\gamma)^n - 1 \right] - \gamma \right\} / \gamma$	$i_{znu} = \frac{\beta \sum_{i=1}^n (1+h)^{n-i+1} (1+\gamma)^{i-1} - 1 - \frac{\alpha}{\gamma} \left[(1+\gamma)^n - 1 \right]}{(1+h)^n}$
Обозначення	<p>I_n – обсяг коштів, яке буде мати підприємство після закінчення інвестиційного проекту;</p> <p>I_{nu} – обсяг коштів, яке буде мати підприємство після закінчення інвестиційного проекту з урахуванням інфляції;</p> <p>I_c (I_z) – обсяг власних (позичкових) коштів підприємства, залучених для здійснення інвестиційного проекту;</p> <p>n – період реалізації (експлуатації) проекту;</p> <p>α – вартість позичкових коштів, яка характеризується величиною річної процентної ставки;</p> <p>γ – процент річних при реінвестуванні прибутку;</p> <p>β – річна норма прибутку проекту (в розрахунках прийнята - 60%);</p> <p>h – індекс інфляції $(1/(1+h)^n)$ – індекс купівельної спроможності грошей);</p> <p>i – період генерування проектом грошових засобів (роки).</p>	
Критичні параметри дослідження	n, α, γ, h	

В [147] нами було розглянуто вплив критичних параметрів моделі n , γ , α і h на прибутковість власного та позикового капіталу при їх використанні для фінансування інвестиційного проекту. З цією метою були проведені розрахунки обсягу коштів, що генеруються одиницею власних (i_{cn}) і позикових (i_{zn}) фінансових ресурсів, що інвестуються у проект, при різних значеннях параметрів n , γ , α і h . Особливу увагу в аналізі приділялася виявленню закономірностей впливу інфляційних процесів на зазначені величини.

Аналіз обчислених значень $i_{сн}$, $i_{снi}$, $i_{зн}$, $i_{знi}$ дозволяє зробити наступні висновки.

1. Реальна прибутковість власних коштів під впливом інфляції падає при будь-яких (використаних у розрахунках) значеннях періоду реалізації інвестиційного проекту, ставки реінвестування і процентної ставки за кредит. Як видно з рис. 2.11 зниження прибутковості власних коштів тим більше, чим вище рівень інфляції. Причому, при більш значних термінах експлуатації проекту вплив інфляції позначається сильніше.

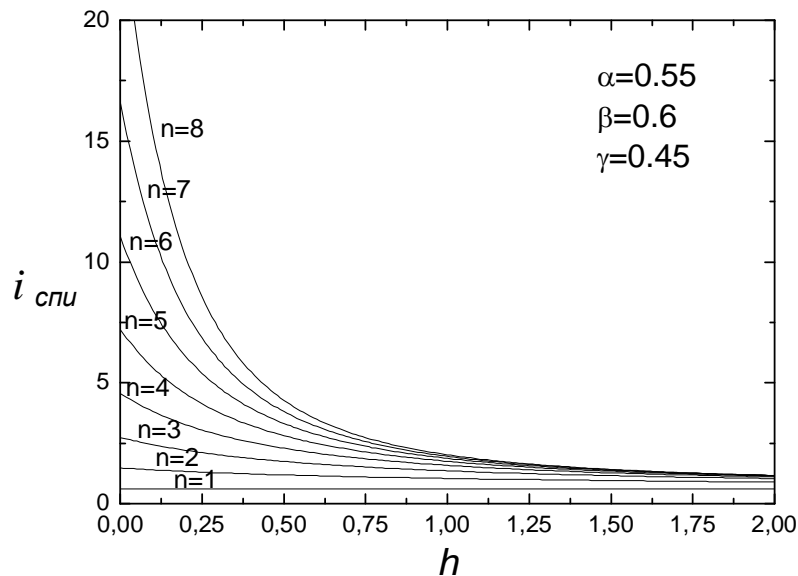


Рис. 2.11. Зміна прибутковості власних коштів з урахуванням та без урахування впливу інфляції

2. Реальна прибутковість позикових коштів, інвестованих в проект, зростає при низьких значеннях індексу інфляції, проте при подальшому зростанні інфляції - прибутковість позикових коштів починає зменшуватися (рис. 2.12). Таким чином, як видно з рис. 4, існує оптимальний рівень інфляції (h^*), при якому величина прибутковості позикових коштів ($i_{зни}$) досягає свого максимального значення.

Дане явище можна пояснити з двох позицій:

а) при низьких рівнях інфляції швидкість генерації інвестиційним проектом маси грошових коштів (під впливом зростання інфляції) вище

швидкості росту відсотків по кредиту. При подальшому збільшенні індексу інфляції співвідношення вказаних швидкостей змінюється на протилежне;

б) вплив ефекту податкового щита.

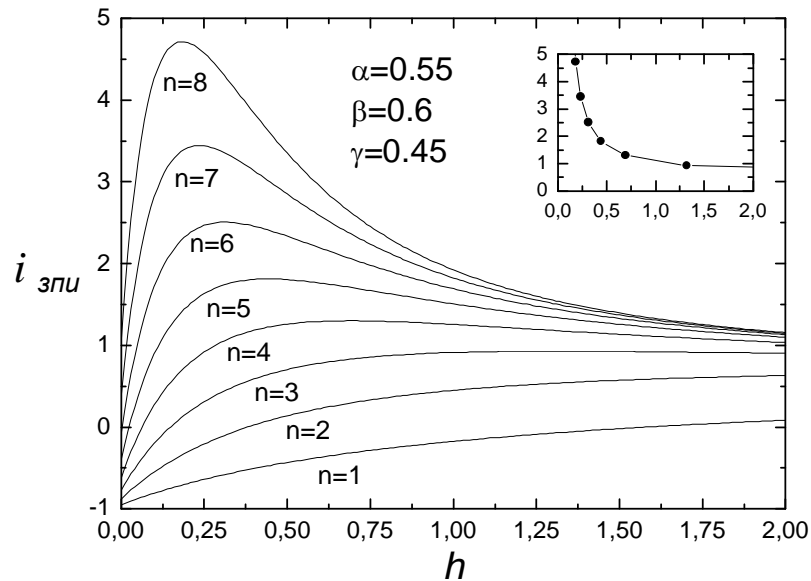


Рис. 2.12. Зміна прибутковості позикових коштів з урахуванням і без урахування впливу інфляції

Дані висновки отримані за умови, що вся сума кредитних коштів повинна бути повернена інвестору одноразово через n років. При розгляді схеми повернення позикових коштів, згідно з якою кредит повертається рівними частками, починаючи з першого року реалізації проекту і до його завершення отримані висновки підтверджуються. Однак при даній схемі позикові кошти більш прибуткові і критичне значення інфляції, максимізуючи прибутковість кредиту, зменшується (рис. 2.13).

Савчук А.В. стверджує: чим більш тривалим є термін експлуатації проекту, тим при більших значеннях інфляції досягається максимальне значення прибутковості позикових коштів. Очевидно, автор виходить з того, що зі збільшенням терміну експлуатації проекту діапазон збільшення інфляції, при якому її зростання позитивно впливає на реальну прибутковість позикових коштів, збільшується.

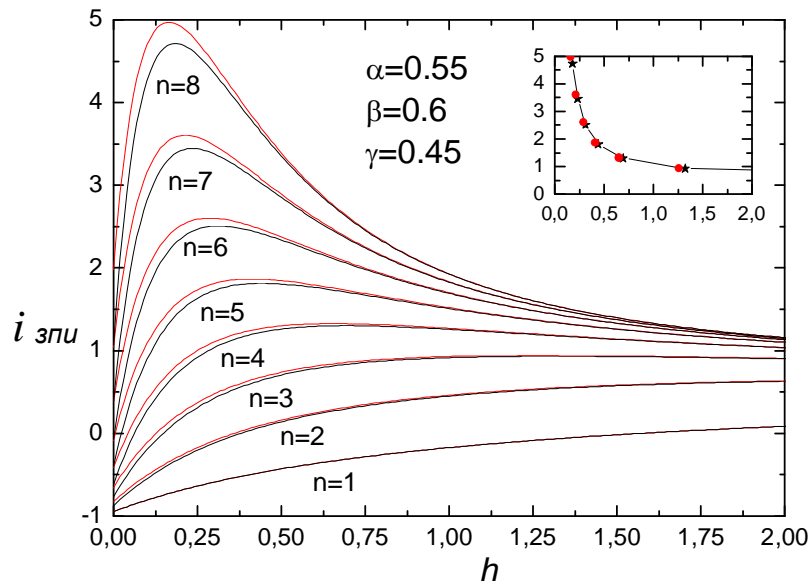


Рис. 2.13 Зміна прибутковості позикових коштів підприємства з урахуванням інфляційних процесів
(Кредит повертається: — одноразово через n років,
— рівними частинами протягом n років)

Розрахунки, проведені нами на основі використання моделі Савчука, описаної в інтерактивній системі Matlab, (графічно представлені на рис. 2.12 і рис. 2.13), дозволяють зробити зворотній висновок: чим більш тривалим є термін експлуатації проекту, тим при менших значеннях інфляції досягається максимальне значення прибутковості позикових коштів. При $n = 1$ функція прибутковості позикового капіталу, безперервно зростаючи, прагне на нескінченності до асимптоти, рівної параметру β , де i досягається її оптимальне (максимальне) значення.

За розрахунками фахівців тижневика «Коммерсантъ», для проектів з реальною нормою прибутку близько 100% погашення податків за рахунок частини індексованого на інфляцію реального доходу починає відбуватися при зниженні інфляції до 4,5% на місяць, а за рахунок вже самого реального доходу - при зниженні інфляції до 3,9% на місяць. Це означає те, що високоприбуткові проекти (тобто проекти з найбільшими рівнями реальної прибутковості) виявляються найбільш чутливими до інфляційних процесів: при зростанні інфляції їх номінальна прибутковість зростає найбільш швидко, але зате при різкому зниженні інфляції саме за такими проектами

вигідність падає випереджаючими темпами в порівнянні з менш ефективними варіантами вкладення коштів.

3. Одночасне збільшення прибутковості фінансових інструментів і вартості кредитних ресурсів призводить в основному до зниження прибутковості позикових коштів, інвестованих в проект, розрахованої як з урахуванням, так і без урахування інфляції. Проте в розрахунках зустрічаються і зворотні залежності. Тому дане питання потребує спеціального розгляду в кожному конкретному випадку.

4. Очевидно, що загальна оцінка прибутковості інвестиційного проекту повинна залежати не тільки від рівня інфляції, а й від співвідношення власних і позикових коштів, що використовуються для його фінансування.

Розрахунки показують, що в залежності від співвідношень обсягів власних і позикових коштів, інвестованих в проект, збільшення інфляції може призводити до двох діаметрально протилежних процесів: зростання загального доходу, що генерується проектом, при значній частці позикових коштів або зменшення даного показника, якщо значною часткою є власні кошти (рис. 2.14 а). Однак при переважанні позикових коштів збільшення рівня інфляції веде спочатку до зростання прибутковості проекту, а потім до її падіння (рис. 2.14 б).

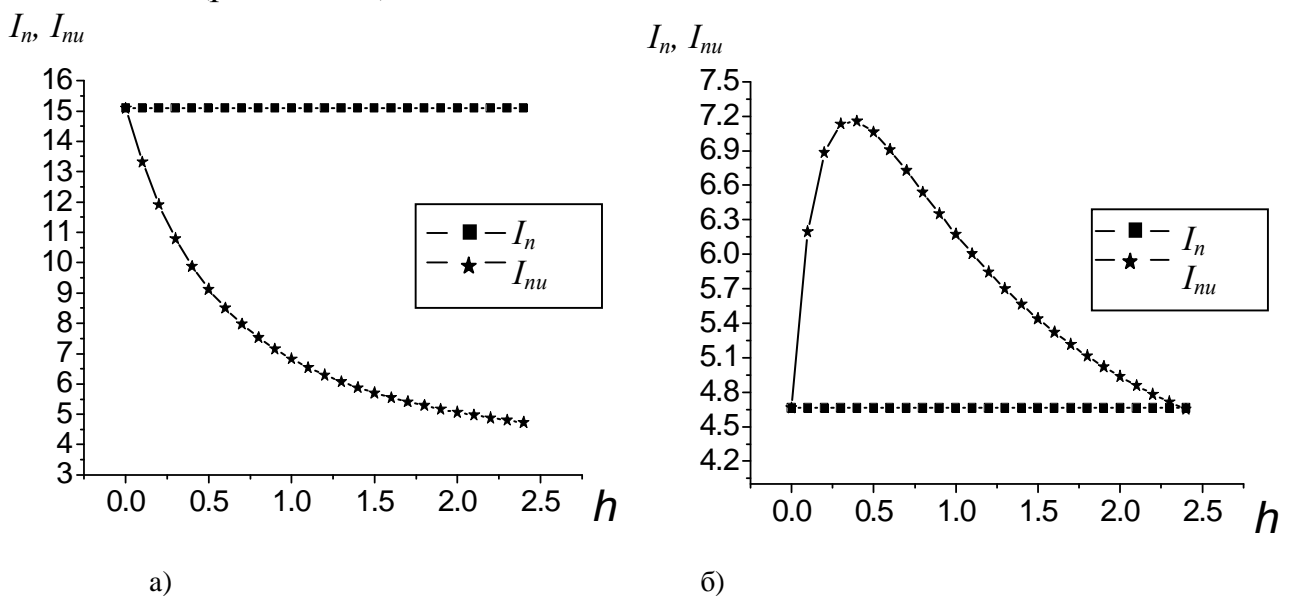


Рис. 2.14 Значення прибутковості проекту при а) $n = 4$; $\gamma = 0,3$; $\alpha = 0,4$; $I_c = 4$; $I_z = 1$, б) $n = 4$; $\gamma = 0,3$; $\alpha = 0,4$; $I_c = 1$; $I_z = 4$

Таким чином, виникає задача: визначити точки, в яких прибутковість позикових коштів досягає свого максимального значення з одного боку, та визначення точки з якою прибутковість власних засобів зростає з іншого (дані точки не співпадають).

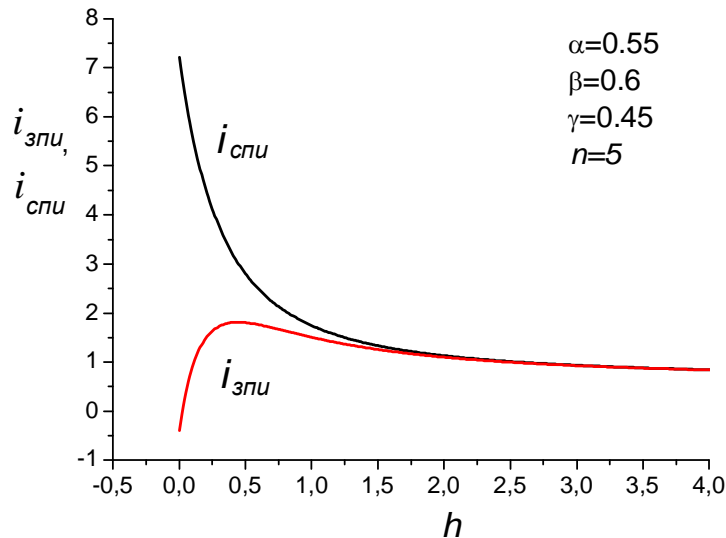


Рис. 2.15 Вплив інфляції на прибутковість власних і позикових коштів

В [148, с.31] нами визначено, що на критичне значення інфляції, яке максимізує прибутковість власних і позикових коштів, впливає:

- період реалізації проекту, норма прибутку, ставка реінвестування, процентна ставка за кредит;
- зміна і непередбачуваність інфляції в часі;
- співвідношення власних і позикових коштів, залучених для реалізації інвестиційного проекту;
- співвідношення значень вартості позикових коштів, ставки реінвестування і ставки податку на прибуток;
- циклічність динаміки народногосподарської кон'юнктури, кредитної активності і ціни застави;
- величина лага між здійсненням витрат і отриманням доходу від реалізації проекту

Раніше було обгрунтовано, що чим більш тривалим є термін експлуатації проекту, тим при менших значеннях інфляції досягається

максимальне значення прибутковості позикових коштів. При періоді реалізації проекту рівному 1 рік, функція прибутковості позикового капіталу, безперервно зростаючи, прагне на нескінченності до асимптота, рівної параметру β (нормі прибутковості проекту), де і досягається її оптимальне (максимальне) значення.

Відповідно до рис. 2.16 при досягненні параметром β деякого критичного значення функція стає виродженою і поведінку кривої прибутковості позикового капіталу змінюється: зростання даного показника падає при будь-яких значеннях рівня інфляції, оптимуму параметра h не спостерігається.

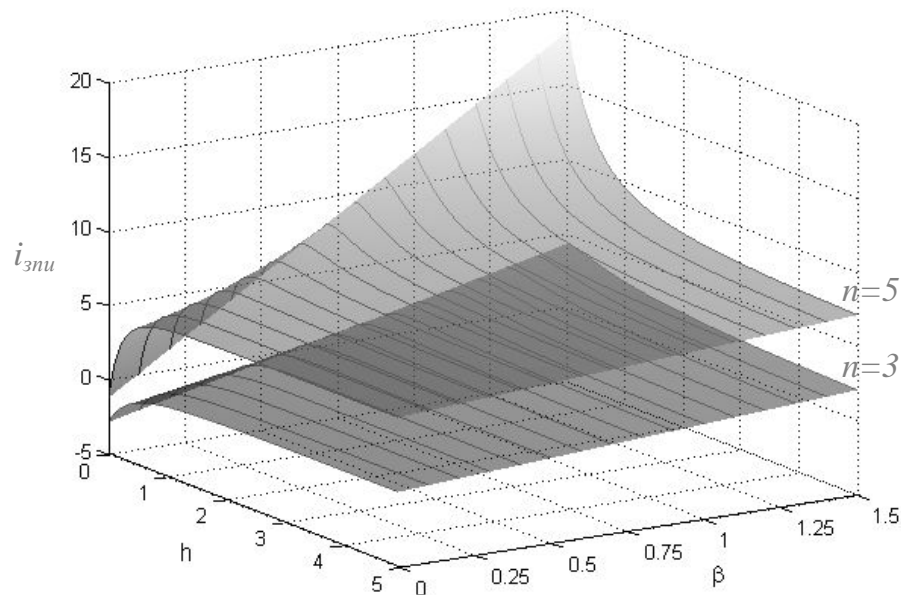


Рис. 2.16. Аналіз прибутковості позикових коштів (i_{znu}) з урахуванням зміни рівня інфляції і норми прибутковості проекту ($\gamma = const, \alpha = const$)

Аналіз впливу інфляції на ефективність проекту дозволяє зробити висновок про те, що зазначене явище має складний характер і, в залежності від конкретних умов реалізації проекту, може розглядатися як позитивний чи негативний фактор інвестиційної діяльності.

Таким чином, рівень інфляції, що максимізує прибутковість капіталу залежить від різних факторів і визначити конкретне значення досить важко.

Проте існують підходи, які дозволяють варіювати активами фірми і тим самим підвищувати стійкість і зменшувати негативний вплив інфляції на прибутковість капіталу.

Перший підхід детально викладено в [7], де розглядається задача: визначити умова того, що власний оборотний капітал (ВОК) підприємства в процесі його господарської діяльності не зменшиться внаслідок інфляції за аналізований період (тобто капітал не буде «вимиватися» з підприємства).

Автор стверджує, що для збереження купівельної спроможності ВОК (розміру ВОК в реальному виразі), підприємству необхідно отримувати за період чистий прибуток у розмірі:

$$ЧП \geq a \times COK_0 - A \quad (2.3)$$

Наприклад, для одного для збереження купівельної спроможності свого власного оборотного капіталу при темпах інфляції 50% фірмі за період t необхідно отримувати чистий прибуток не менше $10.000 \times 50\% - 1.000 = 4.000$ тис. грн., що відповідає 22,5% рентабельності виробництва. Отже, при меншому показнику чистого прибутку за період (2.3) відбувається «вимивання» капіталу з підприємства внаслідок інфляції.

Аналізуючи вплив зростання цін на зміну оборотного капіталу підприємства і робляться висновки:

1. Реальна вартість власного оборотного капіталу підприємства зменшується внаслідок інфляції, якщо значення $ВОК$ (власний оборотний капітал) на початок періоду позитивно, і збільшується в зворотному випадку. В умовах інфляції підприємству стає вигідно зменшувати свій ВОК, збільшуючи заборгованість і зменшуючи розмір поточних активів.

2. Втрати $ВОК$ в реальному численні за період в залежності від розміру початкового $ВОК$ і темпів інфляції за період виражаються залежністю:

$$-\Delta COK = \frac{h \times COK_0}{1+h}, \quad (2.4)$$

яка має вигляд гіперболи (рис. 9).

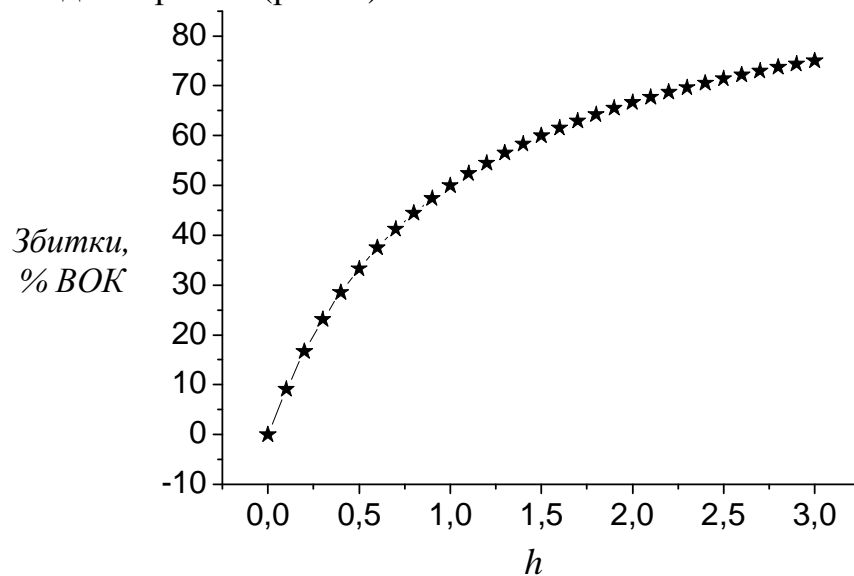


Рис. 2.17. Залежність втрат *ВОК* від темпів інфляції

3. Для зменшення величини "вимивання" *ВОК* слід:

- скорочувати період оборотності дебіторської заборгованості та інших поточних активів (сировини і матеріалів, НЗВ, готової продукції);
- по можливості збільшувати період оборотності кредиторської заборгованості - працювати «в борг»;
- переводити оборотні активи у більш стабільні фінансові інструменти, наприклад, іноземну валюту;
- максимально можливо збільшувати розмір амортизації: регулярно проводити переоцінку основних засобів і нематеріальних активів, використовувати прискорену амортизацію.

Можна поставити і зворотну задачу: знаючи розмір прибутку підприємства (наприклад, з бізнес-планом проекту, що реалізовується), розмір власного оборотного капіталу і величину амортизації (A), знайти граничне значення інфляції, при якому реальна величина *ВОК* підприємства буде зберігатися. З (2.4) отримуємо:

$$h = \frac{ЧП + A}{СОК_0} \quad (2.5)$$

Необхідно враховувати, що граничний рівень інфляції, нижче якого податки доводиться погашати за рахунок реального доходу від інвестицій, знаходиться в зворотній залежності від реальної прибутковості проекту. Такий граничний рівень інфляції (h') може бути визначений з співвідношення:

$$h' \leq \frac{R \cdot k}{(1 - k) \cdot (1 + R)} \quad (2.6)$$

де k - ставка оподаткування прибутку;

R - реальна прибутковість проекту.

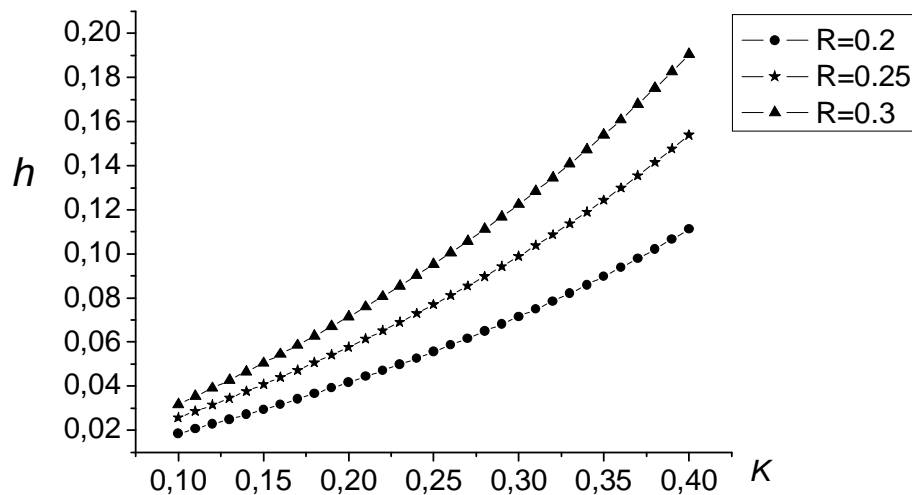


Рис. 2.18. Граничний рівень інфляції в залежності від прибутковості проекту і ставки оподаткування (*при $R = const$*)

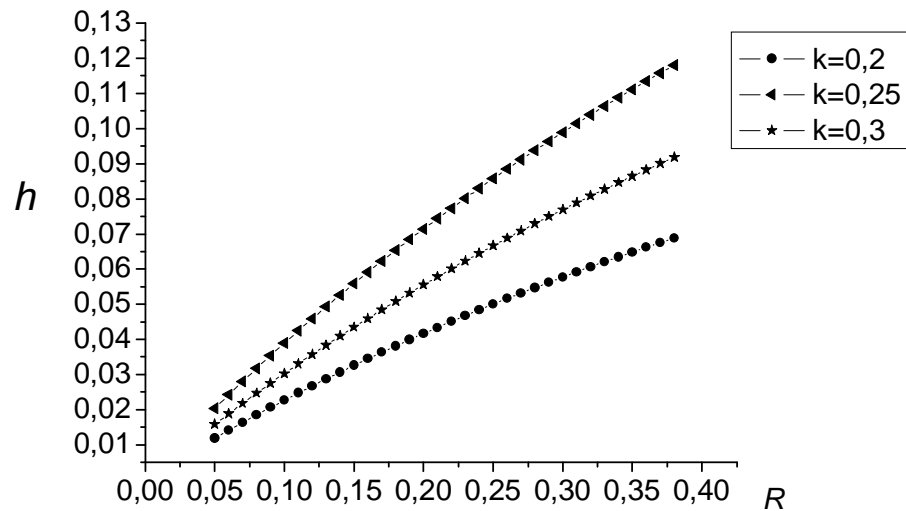


Рис. 2.19. Граничний рівень інфляції в залежності від прибутковості проекту і ставки оподаткування (*при $k = const$*)

Точки на рис. 2.18 і рис. 2.19 визначають граничний рівень інфляції, нижче якого, податки доводиться погашати за рахунок реального доходу від інвестицій.

Виходячи з формули 2.5 та 2.6:

$$\begin{cases} a_1 \leq \frac{ЧП + A}{СОК_0}, \\ a_2 \leq \frac{R \cdot k}{(1 - k) \cdot (1 + R)} \end{cases} \quad (2.7)$$

Перебування параметрів a_1 і a_2 дозволяє визначити діапазон допустимих значень рівня інфляції, не знижують результати діяльності підприємства.

Родіонова В.М., Федотова М.А. при аналізі впливу інфляції на фінансову діяльність підприємства особливу увагу приділяли часовому лагу між відвантаженням продукції (наданням послуг) і надходженням грошей на рахунок фірми, який веде до утворення дебіторської заборгованості. Якщо оборот постійний з місяця в місяць, то лаг має незначний вплив на величину

грошових надходжень і, отже, не змінює якості всієї системи. Але якщо сума продажів зростає в порівнянні з попереднім періодом, то факт тимчасового лага відносно зменшує щомісячні надходження доходів у порівнянні з загальною вартістю проданих у поточному місяці товарів.

Це, по-перше, вимагає збільшення оборотних коштів, необхідних для обслуговування відтворювального процесу, в силу зниження ефекту від нарощення збуту продукції і тим самим знижує ефективність руху капіталу, по-друге, зменшує цінність доходів, що надходять підприємству з тимчасовим відривом від моменту продажу продукції. При цьому чим на більший термін, відсунуть платіж, тим меншу цінність даний платіж буде мати, так як альтернативною формою використання грошових коштів при їх негайному отриманні є їх зберігання в банку з нарахуванням відсотків. Це також порушує склад, структуру і прибутковість капіталу. Необхідно враховувати одну важливу обставину: будь-який невчасний платіж - це зміна якості і кількості грошового капіталу підприємства, а отже, зміна всієї його системи не в кращу сторону.

При наявності дебіторської та кредиторської заборгованості номінальний дисконтований витрата можна визначити наступним чином:

$$\text{Номинальная_величина_диск_расходов} = СП \cdot \frac{Ц_{np}}{Ц_p} \cdot \frac{(1 + g_g)^n}{(1 + g_g)^k}, \quad (2.8)$$

де V_{PI} - вартість реалізованої продукції (обсяг продажів);

$Ц_{np}$ - ціна придбання одиниці вироблених запасів;

$Ц_p$ - ціна реалізації одиниці готової продукції;

n - середній термін погашення дебіторської заборгованості;

k - середній термін оплати кредиторської заборгованості;

g_b - темп зростання вартості обсягу продажів.

В умовах інфляції ціни на сировину, мають матеріали, енергію та інші види виробничих запасів зростають, у зв'язку з чим номінальна величина

фінансових потреб підприємства на ці цілі збільшується. Але при відстрочці платежів інфляція фактично зменшує реальну ціну придбання виробничих запасів. Для розрахунку впливу на величину витрат інфляційної складової можна скористатися такою формулою:

$$\text{Реальная_величина_диск_расходов} = СП \cdot \frac{Ц_{np}}{Ц_p} \cdot \frac{(1+g_s)^n}{(1+g_s)^k} \cdot \frac{1}{(1+h)^n}, (2.9)$$

З даної формули випливає, що витрати залежать:

- від величини і темпів зростання виручки від реалізації продукції підприємства;
- від співвідношення цін на одиницю придбаної сировини і одиницю реалізованої готової продукції;
- від співвідношення дебіторської і кредиторської заборгованості та їх середніх темпів погашення;
- від темпу інфляції.

Тому що інфляція надає обернено пропорційний вплив на реальну величину витрат підприємства, стає особливо вигідним підвищувати середні терміни кредиторської заборгованості, але, зрозуміло, в розумних межах.

Тепер з'єднаємо оцінку реальних грошових доходів і реальних грошових витрат підприємства і визначимо загальний результат фінансово-господарської діяльності в умовах інфляції.

Для цього необхідно розрахувати реальний прибуток. Її величина від операцій за звітний період в умовах зростання виручки визначається як різниця між реальними доходами і реальними витратами.

$$\text{Реальная_величина_диск_расходов} = \frac{ОП}{(1+g_s)^n \cdot (1+h)^n} - ОП \cdot \frac{Ц_{np}}{Ц_p} \cdot \frac{(1+g_s)^n}{(1+g_s)^k \cdot (1+h)^n} (2.10)$$

Якщо доходи і витрати в рівній мірі піддаються інфляції, то купівельна здатність кожної гривні в складі доходів і витрат залишається незмінною. Але якщо ціни на сировину, енергія і матеріали зростають швидше, ніж ціни на готову продукцію, то реальна рентабельність виробництва падає. Ризик отримання фактичного збитку тим вище, чим більша питома вага вартості сировини в ціні реалізації готової продукції і чим довший термін отримання доходу від інвестованих коштів. Крім того, реальні доходи підприємства зменшуються, а реальні витрати збільшуються ще й внаслідок того, що доходи підприємство отримує лише через деякий час вже знеціненими грошима, хоча інвестиції проводилися сьогодні.

Підприємства, які мають зобов'язання в грошовій формі виявляються у виграшному положенні, оскільки отримують можливість зробити виплати по своїми боргами знеціненими грошима. Так відбувається у випадку, коли номінальні процентні ставки за вказаними видами заборгованості нижче темпів інфляції. В той же час, оцінка активів підприємства у балансі на основі початкової вартості дає значне заниження реальної цінності основного і оборотного капіталу в умовах інфляції. Це призводить до штучного заниження платоспроможності і та кредитоспроможності підприємства, спотворює його ліквідність.

Іншим наслідком інфляції є ряд суперечностей: одні статті активу балансу підприємства штучно занижуються в порівнянні з реальною вартістю (наприклад, основні засоби та запаси), а інші (грошові кошти і дебіторська заборгованість) - настільки ж штучно завищуються (виняток складають з цілком очевидних причин лише грошові кошти на валютному рахунку). Якщо реальна вартість статей активу балансу занижується, то занижуються відповідні цими статтями витрати (у тому числі амортизація), а отже, спотворюються фактичні витрати реалізованої продукції. Виникає ситуація переплати податків, оскільки прибуток в бухгалтерській звітності виявляється невинувато завищеним.

Податки перераховуються періодично, тому до терміну їх перерахування до бюджету вони є по суті відстроченим платежем. Тим не менш завищення прибутку призводить до того, що у вигляді податків у підприємства часом вилучається навіть частина необхідного продукту, що, безумовно, порушує процес відтворення. Штучне завищення прибутку і вилучення її у вигляді податків до бюджету підштовхує підприємства до розподілу значної частини вартості виробленого продукту між власниками і працівниками у вигляді збільшених дивідендів і премій. В результаті збільшується небезпека того, що підприємство не зможе зберегти свої ресурси на рівні, достатньому для відновлення спожитих основних і оборотних коштів та зміцнення своєї фінансової бази.

Зниження дійсних витрат продукції спричиняє за собою неповне відшкодування поточних витрат з виручки підприємства. Для компенсації зростаючих реальних витрат в умовах інфляції потрібні все більші й більші суми. У результаті цього власний оборотний капітал і амортизаційні відрахування в усій меншій мірі виявляються здатними покривати потреби навіть простого відтворення. Логічний наслідок - скорочення виробництва, неплатежі, загострення потреби в кредитних ресурсах, накручування і біг того інфляційно завищених умов кредитування.

Узагальнюючий вплив інфляції на прибутковість капіталу підприємства можна представити в табличній формі (табл. 2.10).

Значного впливу на прибутковість капіталу підприємства впливає валютний ризик, який включає в себе декілька основних підвидів:

- трансляційний валютний ризик, що виникає при консолідації рахунків іноземних дочірніх компаній з фінансовими рахунками головних компаній багатонаціональних корпорацій. Даний ризик має бухгалтерську природу і обумовлений необхідністю обліку активів і пасивів фірми в різній іноземній валюті. Він являє собою бухгалтерський ефект, але мало або зовсім не відображає валютного ризику угоди. Тому з економічної точки зору більш пильної уваги заслуговує операційний

валютний ризик, оскільки він відображає вплив змін валютного курсу на майбутній потік платежів, тобто на майбутню прибутковість діяльності фірми;

Таблиця 2.10

Умови позитивного і негативного впливу інфляції на прибутковість капіталу підприємства

Умови	Власний капітал	Позичковий капітал
Умови позитивного впливу	<p>грошові зобов'язання підприємства, якщо вони зафіксовані в гривневому обчисленні без вказівки на перерахунок з урахуванням інфляції, зменшуються;</p> <ul style="list-style-type: none"> - при високих рівнях інфляції виплата податків здійснюється за рахунок інфляційного доходу; - зростання капіталу власників у результаті появи фонду переоцінки; - збільшення прибутку підприємств, що працюють на експорт в зв'язку з експортною курсовою премією. - додатковий прибуток в результаті зміни цін на продукцію з одного боку і на сировину та матеріали з іншого. 	<p>- реальна прибутковість позикових коштів, інвестованих в проект, зростає при низьких значеннях індексу інфляції.</p>
Умови негативного впливу	<p>готівкові грошові кошти і дебіторська заборгованість по мірі знецінення грошової одиниці частково втрачають свою вартість → реальна втрата підприємством частини своїх оборотних коштів</p> <ul style="list-style-type: none"> - знецінення всіх видів доходів підприємства в результаті падіння курсу гривні; зростання витрати обігу. - вилучення до бюджету фактично не отриманого прибутку; - "ерозія капіталу", неможливість значного нагромадження підприємством грошових коштів для здійснення капітальних вкладень; - зниження реальної вартості товарно-матеріальних цінностей і витрат на амортизацію → не виправдане зниження витрат продукції і необґрунтоване завищення прибутку. - уповільнення своєчасного оновлення капіталу і його розвитку → зниження конкурентних можливостей підприємства; - реальна прибутковість власних коштів під впливом інфляції падає при будь-яких значеннях періоду реалізації інвестиційного проекту, ставки реінвестування і процентної ставки за кредит. - якщо ціни на сировину, енергія і матеріали зростають швидше, ніж ціни на готову продукцію, то реальна прибутковість капіталу падає. 	<ul style="list-style-type: none"> - зростання потреби в позиковому капіталі; - штучне підвищення прибутку в наслідок інфляції і вилучення її у вигляді податків до бюджету підштовхує підприємства до розподілу значної частини вартості виробленого продукту між власниками і працівниками у вигляді збільшених дивідендів і премій. - при зростанні інфляції прибутковість позикових коштів починає зменшуватися.

- операційний валютний ризик - виникає під час такої ділової операції, специфіка якої обумовлює здійснення платежу або отримання коштів в іноземній валюті не в момент укладання угоди, а через якийсь час. Цей

ризик може призвести до скорочення реальної суми виручки в порівнянні з початковими розрахунками;

- економічний валютний ризик - вірогідність скорочення виручки або можливість отримання прибутку у зв'язку зі зміною валютних курсів. Цей вид валютного ризику для фірми полягає в тому, що вартість її активів і пасивів може мінятися як у велику, так і в меншу сторону з-за майбутніх змін валютного курсу. Економічний валютний ризик носить довгостроковий характер і пов'язаний з тим, що фірма виробляє витрати в одній валюті, а отримує доходи в іншій, в результаті будь-які зміни валютних курсів можуть відбитися на фінансовому становищі фірми.

Існує два підвиди економічного валютного ризику:

- прямий економічний ризик - зменшення прибутку по майбутніх операціях;
- непрямий економічний ризик - втрата певної частини цінової конкуренції у порівнянні з іноземними виробниками. Він особливо небезпечний для фірм, які представляють країни зі слабкою національною валютою.

Таким чином, ми бачимо, що виникають необгрунтовані викривлення показників платоспроможності і кредитоспроможності, ліквідності та рентабельності підприємств, через завищення реальних фінансових результатів діяльності підприємства при заниженні дійсної вартості активів.

Чим вище темпи інфляції, тим значніше ступінь спотворення і активів, і пасивів балансу. Ігнорування впливу інфляції у вітчизняному бухгалтерському обліку та звітності, відсутність у фінансовому аналізі методик розрахунку інфляційного впливу на підприємства призводить до того, що фактична ефективність фінансово-господарської діяльності спотворюється. Об'єктивно оцінити підприємство в таких умовах дуже складно. В наслідок цього спотворюється весь фінансовий механізм індивідуального і суспільного відтворення, що порушує процес управління підприємством, ускладнює реалізацію регулюючої ролі держави.

Аналіз впливу інфляції на прибутковість капіталу полягає в тому, що вказане явище носить складний характер і, в залежності від конкретних умов реалізації проекту, може розглядатися як позитивний чи негативний фактор інвестиційної та господарчої діяльності підприємства.

Аналіз викладеного дозволяє зробити висновок про складність дослідження прибутковості власного і позикового капіталу в результаті відсутності ефективної методичної бази. Існують проблеми прогнозування та визначення якісного і кількісного впливу зовнішньоекономічних, галузевих і суб'єктивних чинників на даний показник. Даний напрям дослідження є ще не до кінця розробленими і вивченим, що передбачає подальше удосконалення існуючих методик і визначення нових підходів до визначення прибутковості власного і позикового капіталу.

2.3 Аналіз впливу циклічності та нестабільності економічних процесів на прийняття інвестиційних рішень

Розгляд економічних циклів є важливим завданням сучасної управлінської практики, адже на їх основі можливе передбачення змін того чи іншого економічного явища. Об'єктивний характер економічних циклів дозволяє використовувати існуючі підходи до аналізу циклічної динаміки для прогнозування економічних показників підприємницьких структур на найближче майбутнє, а також виявляти тенденції розвитку промислового підприємства. Урахування циклічності розвитку економіки необхідне підприємству в стратегічному управлінні, зокрема щодо таких функціональних підсистем, як інвестиційна, інноваційна, виробнича, а також при реінжинірингу та реструктуризації підприємства. Фундаментальні теоретичні та емпіричні дослідження економічних циклів, механізмів антициклічного регулювання економіки країн відображені у працях таких іноземних вчених, як А.Бернс, В.Зарновіц, Дж. Кейнс, Г.Кассель, У.Мітчелл, Г.Менк'ю, К.Ромер, Р.Хоутрі, Е.Хансен, Й.Шумпетер та інших. Такі відомі економісти, як К.Грангер, Ж.Дебре, К.Ерроу, Р.Енгл, Л.Клейн, С.Кузнець, Р.Лукас, Г.Мюрдаль, Р.Солоу, П.Самуельсон, Я.Тінберген, Дж. Тобін, Р.Фріш, М.Фрідман, Дж. Хікс, Ф. фон Хайєк, за дослідження економічних циклів та їх регулювання були нагороджені Нобелівською премією з економіки. Проблеми циклічної економічної динаміки досліджуються у роботах українських вчених О.Білоруса, О.Бандури, І.Грабинської, Л.Возної, В.Гейця, С.Мочерного, М.Горин, С.Корабліна, Н.Татаренко, В.Лагутіна, Д.Лук'яненка, Е.Мащенко, Б.Панасюка, серед російських вчених слід зазначити – М.Кондратьєва, Е.Балацького, В.Іноземцева, С.Глазьєва, Ю.Яковця, С.Меньшикова та багато інших. Питання адаптації підприємств до умов нестабільного економічного середовища вивчали: Ст.Бір, В. Забродський, М.Іванов, В.Скурихін, Т.Клебанова, Ю.Лисенко, О.Мілов, В.Петренко, В.Стасюк.

Однак, незважаючи на значний обсяг публікацій із цієї проблематики, задача адаптації промислового підприємства до циклічних коливань ринкового середовища є недостатньо дослідженою. Важливим питанням постає удосконалення методів управління капіталом підприємства в умовах циклічних змін ринкового середовища. Особливо, вплив фактору циклічності актуальний для промислових підприємств хімічного виробництва та виробництва машин та устаткування (табл. 2.11)

Таблиця 2.11

Вплив циклічних процесів в економіці на діяльність підприємств різної галузевої приналежності

Рівень впливу на галузі виробництва	Галузева приналежність підприємства
Мінімальний рівень впливу	Харчова промисловість, зв'язок, транспорт, лісова промисловість, оптова торгівля
Середній рівень впливу	Роздрібна торгівля, легка промисловість, машинобудування, підприємства сфери послуг
Максимальний рівень впливу	Важка промисловість, будівництво, виробництво будівельних матеріалів, підприємства приладобудування, автомобільна промисловість, меблеве виробництво, сільське господарство, хімічне виробництво.

Найбільшою мірою вплив циклічних процесів випробовують підприємства з наукомістким виробництвом, важкої промисловості, приладобудування, автомобілебудування, будівництва. Підприємства, що орієнтовані на масового споживача, що функціонують у працемістких галузях, а також підприємства харчової промисловості, сфері торгівлі й обігу знаходяться в більш стабільному становищі, ніж капіталомісткі галузі економіки.

Існує низка галузей, що знаходяться в протифазі до циклів розвитку економіки. Діяльність підприємства таких галузей, як правило, є більш активною в період спадів. Це характерне для деяких будівельних галузей, оскільки уряд у ці періоди може фінансувати громадські роботи, щоб

зменшити безробіття [¹⁴⁹, с. 173]. Різний характер впливу циклічних процесів в економіці на діяльність підприємств різної галузевої приналежності показано на рис. 2.20.

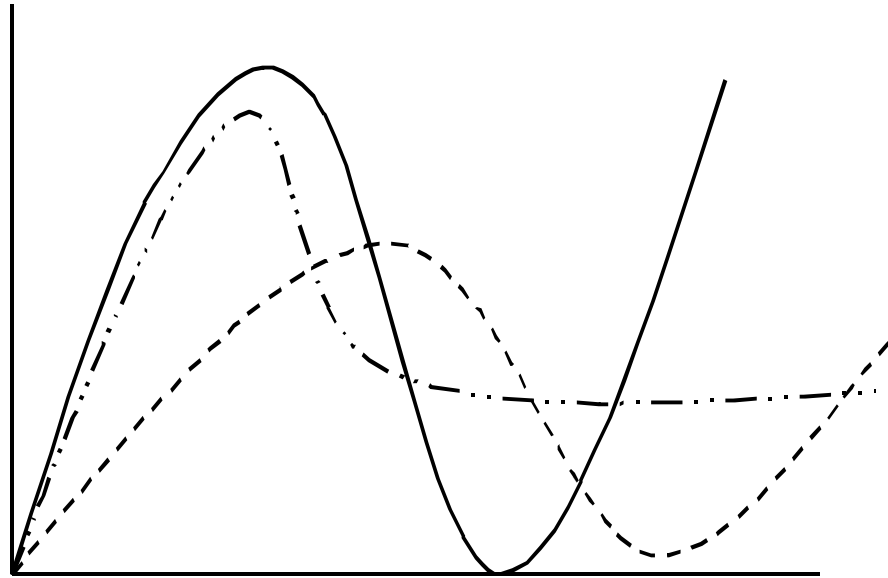


Рис. 2.20. Вплив хвильових процесів в економіці на діяльність підприємств різної галузевої приналежності:¹³

- підприємства базових галузей,
- - - підприємства, що випробовують середній рівень впливу,
- · - підприємства, що випробовують мінімальний рівень впливу.

В аналізі впливу різноманітних чинників зовнішнього середовища на діяльність підприємства необхідно враховувати таке. По-перше, усі чинники зовнішнього середовища знаходяться в стані сильного взаємовпливу.

Тому при вивченні й аналізі потрібно враховувати не тільки вплив окремого чинника, але й вплив цього чинника на вплив інших. По-друге, ступінь впливу окремих чинників зовнішнього середовища на різні підприємства є неоднаковим. Будь-яке підприємство має визначити, які з чинників найбільш інтенсивно впливають на його діяльність, скласти

список тих чинників, вплив яких є потенційними носіями загроз для нього, та тих чинників, вплив яких може відкрити додаткові можливості для підприємства.

Результати аналізу циклічних процесів, що відбуваються в зовнішньому середовищі підприємства, дають змогу здійснювати довгострокові й середньострокові прогнози його діяльності. Такі прогнози мають будуватися на результатах аналізу змін різноманітних показників, у тому числі й макроекономічних. Тенденції їх змін дозволяють судити про наближення тієї чи іншої фази циклу економічного розвитку. Для того, щоб здійснювати такі прогнози, необхідно систематизувати зміни, що відбуваються в зовнішньому середовищі. Така систематизація спрямована на одержання спектральної характеристики циклічних процесів, що відбуваються. В [150, с. 160-164] нами були систематизовані наслідки впливу циклічності на економіку та на діяльність підприємств хімічного виробництва та виробництва машин та устаткування зокрема (рис. 2.21).

Таким чином, на основі виявлення фаз проходження цих циклів існує потенційна можливість спрогнозувати подальший розвиток підприємства, розробити інвестиційну стратегію з урахуванням коливань різної амплітуди. Урахування циклічності економічних процесів може знадобитися підприємству в стратегічному управлінні, зокрема щодо таких функціональних підсистем, як інноваційна, інвестиційна, виробнича, при реінжинірингу та реструктуризації підприємства (рис. 2.22).

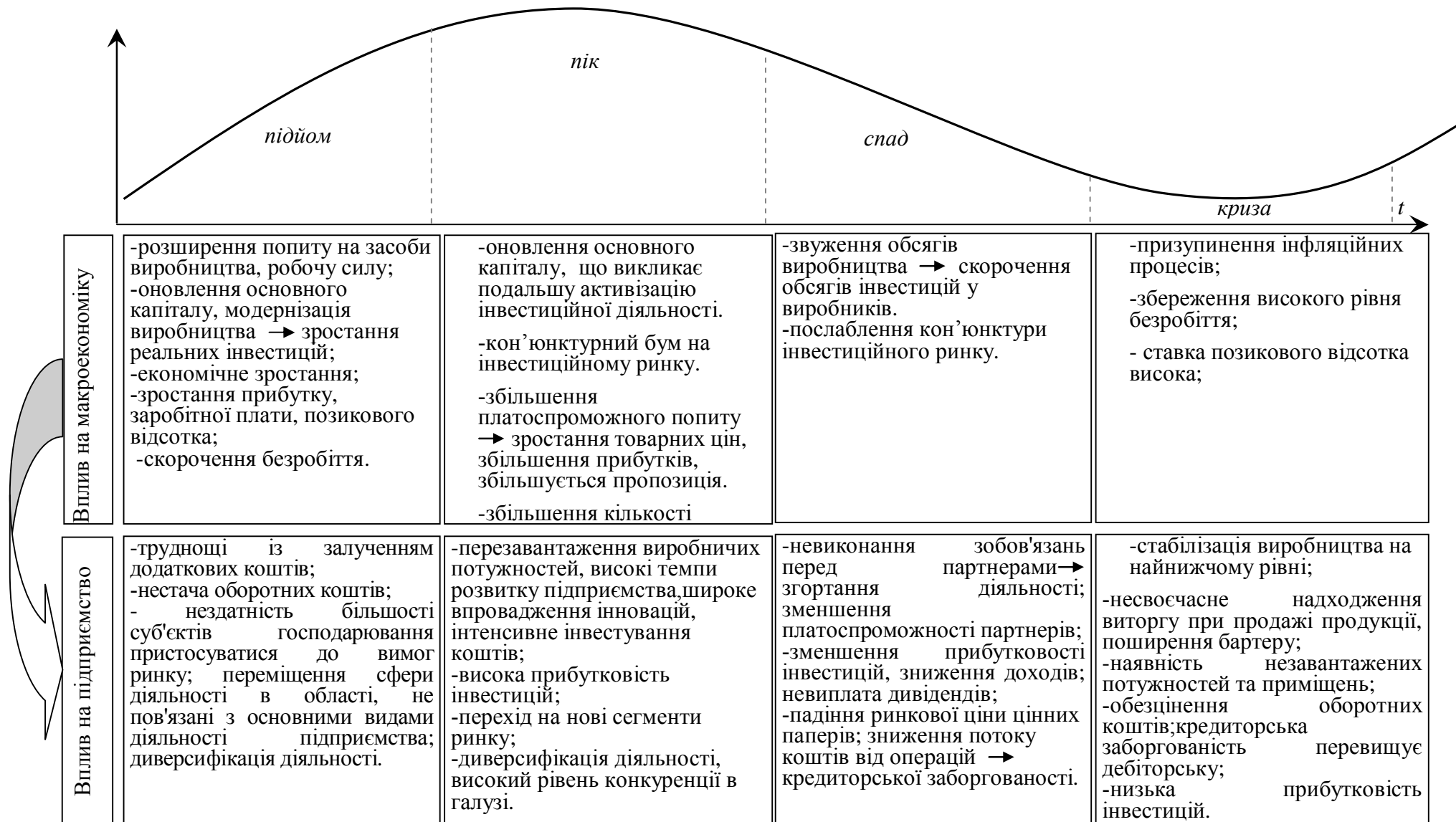


Рис. 2.21 Наслідки впливу циклічності на макроекономіку та на діяльність підприємств хімічного виробництва та виробництва машин та устаткування



Рис. 2.22. Сфери діяльності підприємства, де важливим є вплив чинника циклічності економічних процесів

Взаємопов'язаність функціональних підсистем, що є найбільш чутливими до впливу чинника циклічності економічного розвитку, проявляється достатньо чітко. Так, маркетингова орієнтація процесу відтворення капіталу є настільки ж важливою та значимою для прийняття відповідних інвестиційних рішень, як і маркетингова орієнтація процесу виробництва і, по суті, впливає з неї. Маркетингова орієнтація процесу відтворення капіталу припускає, що при визначенні коштів, необхідних для капіталовкладення, не можна не враховувати ринкові позиції підприємства. Рішення про інвестиції в розширене відтворення капіталу підприємства капіталу необхідні, якщо вони спрямовані на зміцнення або зміну ринкових позицій, мають ґрунтуватися значною мірою на результатах маркетингових досліджень, що висуває до них високі вимоги з погляду їхньої ефективності. Іншими словами, інвестиції спрямовуються в розширене відтворення позицій підприємства в будь-якій формі для подальшого завоювання нових ринків, освоєння нових технологій для продукції, що вже випускається, освоєння нових видів продукції або модернізація продукції, що вже випускається й та. ін.

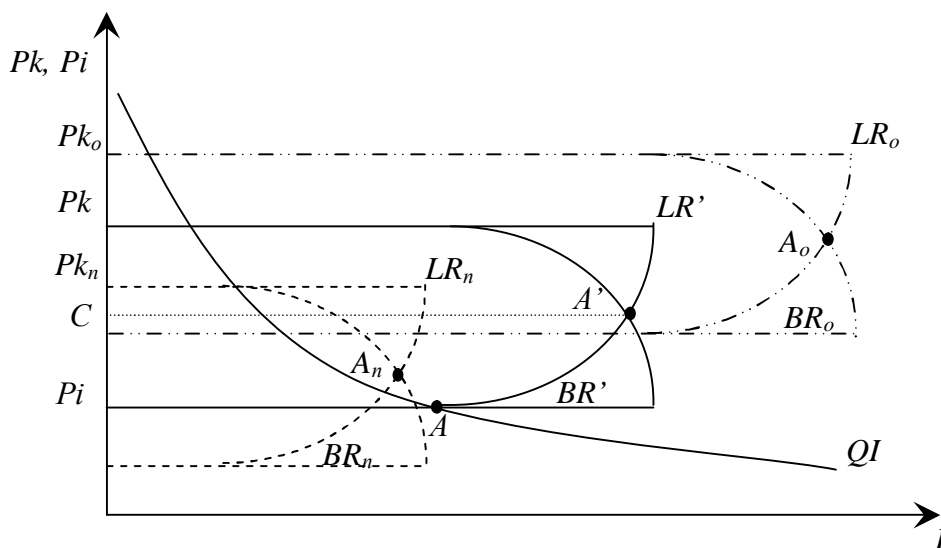
Слід зауважити, вплив циклічних процесів на діяльність підприємства

посилюється при наявності таких факторів, як високий рівень конкуренції в галузі, час існування та розмір підприємства (у цьому випадку позначається відсутність досвіду, неолік капіталу й вузькість інших можливостей. Якщо вплив циклічного процесу на діяльність підприємства не вдається мінімізувати, то ситуація поступово починає переходити в критичну.

Таким чином, хвильовий характер розвитку економіки можна описати через особливості кожної фази хвилі тієї або іншої довжини. Ці особливості формують не тільки умови розвитку національної економіки, але й значною мірою впливають на кожне підприємство. Цілу низку управлінських рішень не можна прийняти правильно, якщо не здійснено позиціонування підприємства щодо відповідної хвилі.

В той же час розуміти, що промислові підприємства не тільки відчують вплив циклічності економічних процесів, а й впливають на них.

Х.Ф. Мінські при дослідженні циклічності економічних процесів в [151, 152,] відштовхувався від моделі прийняття інвестиційних рішень на рівні підприємства (рис. 2.23). Графік відображає можливість визначення об'єму інвестицій в залежності від ціни капітальних (фінансових) активів і наявних власних фінансових ресурсів та можливості залучення позичкових для їх здійснення.



Позначення: I – обсяг інвестицій; P_k – ціна попиту на капітальні (фінансові) активи; P_i – ринкова ціна пропозиції капітальних (фінансових) активів; C – ціна фінансових зобов'язань (активів); QI – крива пропозиції власних фінансових ресурсів; LR – ризик банку (LR_n – у разі песимістичних очікувань, LR_o – у разі оптимістичних очікувань); BR – ризик позичальника (BR_n – у разі песимістичних очікувань, BR_o – у разі оптимістичних очікувань).

Рис. 2.23. Модель прийняття інвестиційних рішень на рівні підприємства

При цьому, функція ринкової ціни пропозиції капітальних активів описується наступними факторами [¹⁵³]:

$$PI = PI(CP, m), \quad (2.11)$$

де CP – поточні витрати виробництва,
 m – величина цінової «накидки» .

Крива пропозиції внутрішніх джерел фінансування QI описується наступним співвідношенням:

$$If = F/PI, \quad (2.12)$$

де F – величина власних фінансових ресурсів фірми,
 If – максимальний рівень інвестицій, які фірма може здійснити за рахунок власних коштів при різних цінах поточного випуску капітальних товарів.

Таким чином, точка перетину кривої QI і лінії PI (точка A) показує, скільки капітальних (фінансових) активів фірма може купити, не вдаючись до зовнішнього фінансування при даній ціні пропозиції капітальних (фінансових) активів.

Функція ціни фінансових зобов'язань (величина платежів за боргами) визначається наступними факторами:

$$C = C(i, b) \quad (2.13),$$

де i - ринкова ставка відсотка,

b - щорічна частина погашення

Функція ціни попиту на капітальні (фінансові) активи (тобто прибуток від використання або залучення) виглядає наступним чином:

$$P_k = P_k(q_e, c_e, l_e) \quad (2.14)$$

де q_e - очікуваний дохід за вирахуванням змінних витрат у вигляді потоків готівки від використання активу,

c_e - очікувані витрати змісту активу,

l_e - очікувана «премія за ліквідність», тобто здатність активу швидко і дешево бути перетвореним у гроші і очікувані вигоди від цієї здатності.

При $P_k > PI$ підприємство буде здійснювати інвестиції; а при $P_k < C$ підприємство прагне інвестувати більше, ніж їй дозволяють внутрішні джерела фінансування. В такому разі підприємства звертаються за залученням позичкових коштів, яке обмежене ризиком позикодавця (LR) (небезпекою неповернення позики) і ризиком позичальника (BR) (небезпекою недостатності фінансових надходжень для виплат боргу і відсотків по ньому). Чим більшою мірою фірма використовує позичковий капітал в порівнянні з власними (тобто чим вище «левередж») тим більше величини кожного з цих ризиків (визначені розташуванням кривих LR і BR). Це пов'язано з наступними причинами:

1) позикодавець може побоюватися, що підприємство з високим левереджем виявиться не в змозі виконати свої фінансові зобов'язання. Тому чим вище рівень залучення позичкового капіталу для здійснення інвестицій, тим більш високу ставку відсотка за кредит вимагає банк. У підсумку, із збільшенням позичкового капіталу, ціна пропозиції капітальних активів,

скоригована з урахуванням ризику позикодавця, зростає. Ось чому крива LR є зростаючою (стає крутішою при збільшенні обсягу інвестицій) і починається з точки, що відбиває максимально можливий рівень інвестицій при фінансуванні власним капіталом.

2) чим більше частка позичкового капіталу, тим більше ризик підприємства не повернути борги. У результаті із збільшенням позичкового капіталу для здійснення інвестицій, ціна попиту на капітальні активи, скоректована з урахуванням ризику позичальника, падає. Крива BR має спадаючий нахил (стає крутішою при збільшенні обсягу інвестицій).

Слід також зазначити, що розташування кривих BR і LR залежить від рівня оптимізму / песимізму господарюючих суб'єктів (підприємницького і фінансового секторів); збільшення їх оптимізму (песимізму) призводить до зрушення кривих BR і LR праворуч (ліворуч).

Таким чином, ризики позичальника і позикодавця визначаються левериджем та очікуваннями господарюючих суб'єктів, що відображено в наступних рівняннях:

$$BR = BR (I_d / I_f, eE), \quad (2.15),$$

де I_d - рівень інвестицій, здійснених з залученням позичкового капіталу;

eE - очікування менеджерів підприємства (на макрорівні підприємницького сектору), які формуються наступним чином:

$$eE = eE (q_e, c_e, l_e, UE), \quad (2.16)$$

де UE - ступінь впевненості підприємців у своїх очікуваннях.

$$LR = LR (I_d / I_f, eFI), \quad (2.17)$$

де eFI - очікування менеджерів підприємства (на макрорівні - фінансового сектора), які формуються наступним чином:

$$eFI = eFI(q_e, c_e, l_e, UFI), \quad (2.18)$$

де UFI - ступінь впевненості банкірів у своїх очікуваннях.

Таким чином, рівень фактичних інвестицій (I') визначається з перетину кривих LR і BR в точці A' (причому крива LR є «продовженням» лінії PI , а крива BR - «продовженням» лінії P_k). У результаті з вищеведеного обговорення можна вивести функцію інвестицій (що є мотором циклічних коливань ділової активності):

$$I = I(PI, P_k, F, C, BR, LR, D), \quad (2.19),$$

де D - величина заборгованості фірми банківським структурам.

Всі фактори інвестицій, представлені в рівнянні (9), істотно впливають на процес ділового циклу.

В фазі підйому підвищується оптимізм підприємств (тобто зростає eE). Очікуваний дохід від використання інвестицій (q_e) зростає, а попит на гроші як майно, зокрема, і попит на високоліквідні активи, в цілому, падає через зниження «премії за ліквідність».

Попит на капітальні (фінансові) активи піднімається значно вище, ніж ринкова ціна пропозиції капітальних (фінансових) активів та інвестиційний процес посилено набирає обертів. Однак ризи позикодавця та позикоодержувача ще високі, оскільки у підприємців і банкірів свіжі в пам'яті нещодавні спад і депресія. Тому велика частина інвестицій фінансується за рахунок внутрішніх джерел. В такому випадку прибутки від реалізації інвестиційних проектів достатні для погашення заборгованості перед банком.

По мірі економічного зростання очікування економічних суб'єктів стають більш оптимістичними, збільшується кількість інвестиційних та інноваційних проектів, що призводить до більш активного залучення позичкових ресурсів в діяльність. В макроекономіці змінюється кількість та якість грошей, збільшується кількість фінансових інновацій та швидкість обороту грошей. Зростання відсоткових ставок за кредит

В наслідок значного фінансування з залученням позичкового капіталу збільшуються відсоткові ставки, і як наслідок зростає фінансова заборгованість підприємств при системі плаваючих ставок кредиту. Підприємство може звернутися за новим кредитом до банку, однак ця дія обмежена ризиком позикодавця та загальною недостатністю ліквідності в економіці. Підприємці з метою уникнення негайного банкрутства реалізують власні капітальні активи. Однак така реалізація, що відбувається у всій економіці, призводить до різкого падіння цін на капітальні (РК) і фінансові активи і врешті-решт розкручує ланцюжок банкрутств. Сукупний попит (тобто q) падає, l зростає, відбувається інвестиційний колапс, і економіка з фази буму потрапляє у фазу спаду. Поглибити цей спад можуть взаємно підсилюють один одного падіння цін і вага реального боргового тягаря (ефект «боргової дефляції» або ефект Фішера). Таким чином, функція норми банкрутств інвестиційних проектів (як індикатора економічної кон'юнктури) виглядає наступним чином:

$$B = B(i, D, b, F, Id / If, LR, q, l) \quad (2.20)$$

Чим більше B , тим більшу кризу переживає економіка.

З розглянутої моделі можна зробити висновок: загалом циклічність економічних процесів є невід'ємною частиною економічного зростання.



Рис.2.24. Формування циклічності розвитку економіки

Таким чином, циклічні закономірності є загальним законом розвитку суспільства. Циклічність як одна з детермінантів макроекономічної рівноваги є найважливішим чинником економічної динаміки. Епіцентром циклічного руху є криза, в якій поєднуються межа та імпульс зростання економіки. Криза утворює вихідну базу для нових капіталовкладень і нововведень, спонукаючи до оновлення на базі нової техніки, яка здатна не лише відтворити докризовий рівень прибутку, а й забезпечити вищий його рівень.

Загальний огляд, аналіз і дослідження економічного розвитку України свідчить про його підпорядкованість довгим циклічним коливанням, характерним для економіки країн Заходу. Особливо це проявляється при підтвердженні постулатів М. Кондратьєва про зв'язок довгих хвиль економічного розвитку із соціально-політичними змінами в країні (наприклад, циклічність реформ і контрреформ) [154].

Більшість дослідників не розглядають розвиток України з позиції теорії довгих циклів, оскільки: 1) для аналізу необхідні однорідні й достовірні дані

як мінімум за 170 – 200 років; 2) країна тільки в ХХ ст. змінила три різні економічні моделі розвитку; 3) вважається, що економіка колишнього СРСР, у тому числі України, розвивалася поступово і під впливом тільки середньострокових економічних циклів, тобто не зазнавала довгохвильових коливань.

Однак проведені дослідження та аналіз розвитку господарської системи СРСР підтверджують наявність циклів і при соціалізмі [19; 21]. На нашу думку, оцінювання економічного розвитку України з позицій теорії великих циклів М. Кондратьєва необхідне й можливе за такими міркуваннями:

1) як і будь-яка економічна система, економіка України, СРСР (у тому числі УРСР) була відкритою системою, і на неї впливали світові тенденції розвитку виробництва, такі як довгий цикл світової господарської системи;

2) однією з ознак ринкової економіки є переважна частка промислового виробництва у ВВП, яка в СРСР (УРСР) у різні роки коливалася від 55 до 85%;

3) у зв'язку з попереднім твердженням відзначається більша частка урбанізації населення (кваліфікована робоча сила для промислових підприємств). В Україні, СРСР (УРСР) частка міського населення в ХХ ст. (за різними джерелами) послідовно збільшувалася з 10 (15%) до 80 (85%);

4) біля 70 – 80% промислового виробництва СРСР (УРСР), за різними оцінками, – це виробництво підприємств військово-промислового комплексу, які й дотепер є високотехнологічними, конкурентоспроможними і потребують постійних інновацій для підтримки такого рівня. Саме на таких підприємствах упроваджувалися новітні винаходи, відкриття й розробки, інтенсивність появи яких також пояснюється фазами довгого циклу;

5) історичний аналіз різного роду соціальних потрясінь, реформ і контрреформ, війн та революцій в Україні (СРСР) разюче збігається з фазами світового довгого циклу, що зайвий раз підтверджує закономірну детерміновану їхню появу та відповідний чіткий і логічний вплив.

Криза 2009 року підтвердила, взагалом Україна достатно інтегрована в європейський простір, та відчуває як позитивні так і негативні наслідки цієї інтеграції. Прикладом можуть бути інфляційні процеси, що склалися перед фінансово-економічною кризою. На рис. 2.25 відображена динаміка інфляційних процесів в період з 1997 р. по 2010 р. по різних країнах. Як видно з динаміки в 2008 р. спостерігалось збільшення інфляції у всіх розглянутих країнах, в 2009 р. інфляція різко спадає, а в 2010 р. поступово зростала.

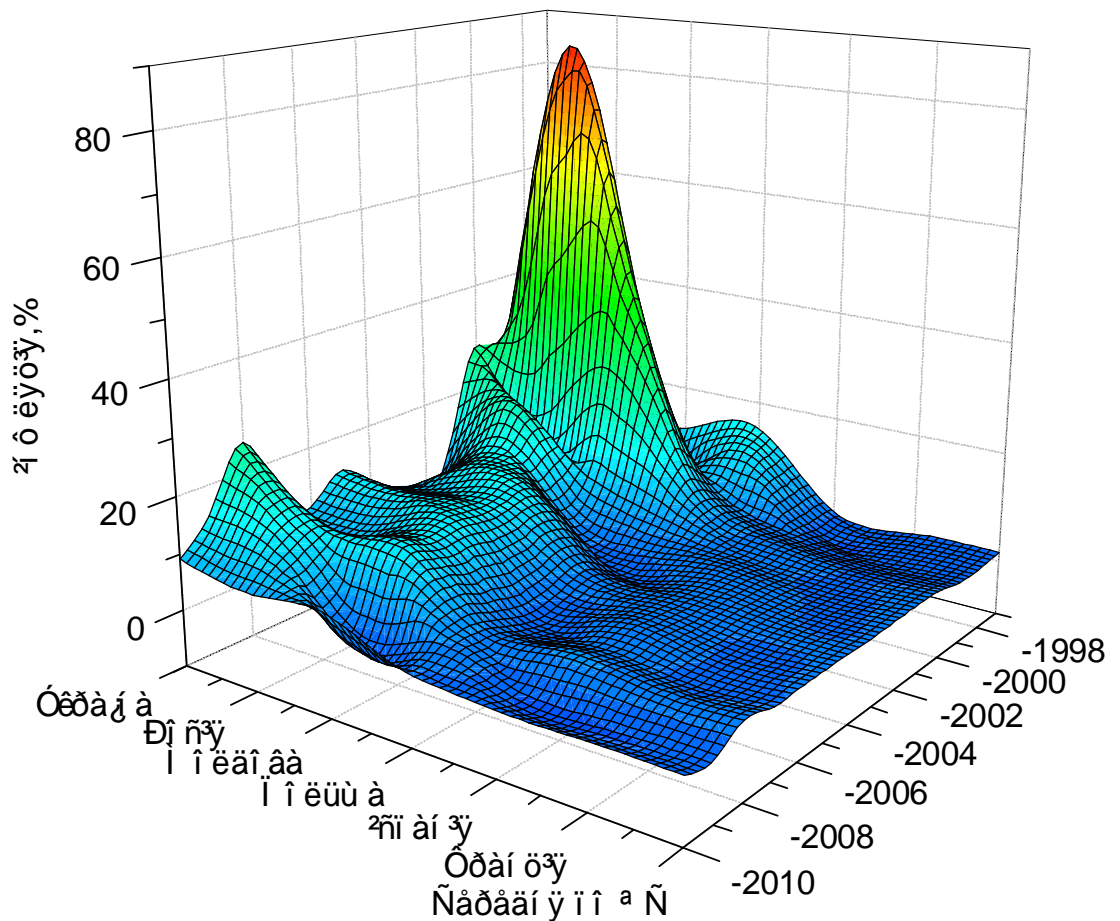


Рис. 2.25. Динаміка інфляційних процесів в країнах Європи

На основі рис.2.21 , рис.2.24 та аналізу літератури нами була сформована таблиця для прогнозу економічних процесів в залежності від стадії економічного циклу.

М. Кондратев велику економічну хвилю визначав тривалістю в 40-50 років, однак дослідження показують прискорення зміни економічних фаз. Тому на наш погляд, велику економічну хвилю слід відображати приблизно в 30 років. В табл.2.26 виділено 5 граф, у яких по вертикалі подано перелік характерних рис фінансів, що найбільш яскраво проявляються в певний період. В інших чотирьох графах відображені етапи проходження великої економічної хвилі: I – криза, II – підйом, III – розквіт, IV – падіння.

У ВЕХ більшість складових фінансів мають активний тривалий період, але закінчившись, вони більш не спостерігаються в даному економічному циклі. Так, формування цін (період міжгалузевого переливу капіталу) відбувається в четвертій та першій фазах ВЕХ, тобто в момент падіння й депресивного стану економіки. До цього ж періоду належать і такі явища, як відтік грошових потоків з виробничої сфери, перерозподіл капіталу, його експорт, зростання фіктивного капіталу. Далі, протягом усієї ВЕХ дані явища не спостерігаються.

Такі явища, як різкі стрибки цін і коливання валютних курсів, криза зовнішньої заборгованості, гіперінфляція й стагфляція характерні для цього ж розглянутого періоду, але вирішення цих проблем падає на плечі не окремих осіб, а держави в цілому. Такі явища, як зростання цін, їхня стабілізація й зменшення, а також пов'язана з ними інфляція, що проявляється в зростанні цін, сприяє підвищенню й зменшенню процентних ставок позичкового капіталу, присутні постійно протягом усієї ВЕХ.

Економічні процеси	I фаза - криза				II фаза - підйом				III фаза - експансія				IV фаза - падіння			
1. Формування цін (період міжгалузевого переливу капіталу)																
2. Зростання цін																
3. Зменшення цін (перенагроюдження капіталу)																
4. Зменшення цін (при завершенні одного життєвого циклу технологічного способу)																
5. Стабілізація цін																
6. Різкі скачки цін і коливання валютних курсів																
7. Фінансовий капітал																
а) нагроюдження																
б) перенагроюдження																
в) перерозподіл																
8. Зростання фіктивного капіталу																
9. Інфляція																
10. Гіперінфляція																
11. Стагфляція																
12. Відтік грошових потоків з виробничої сфери																
13. Експорт капіталу																
14. Криза зовнішньої заборгованості																
15. Жорсткість фіскальної політики																
16. Лібералізація фіскальної політики																
17. Підвищення відсоткових ставок позичкового капіталу																
18. Зменшення відсоткових ставок позичкового капіталу																
19. Прибутковість капіталу																

Рис. 2.26. Інтенсивність перебігу економічних процесів в залежності від фаз економічного циклу

Складова фінансів – фінансовий капітал – нараховує три періоди: нагромадження, перенагромадження й перерозподіл. На мікрорівні період проявів даних особливостей буде мати вигляд періоду нагромадження, тому що для одних підприємств процес нагромадження капіталу може розпастися в період його масового перенагромадження. До таких підприємств належать нові, інноваційні, такі, що в даний період переходять на рівень самостійної діяльності, звільняючись із-під опіки більш великого капіталу. Період “перенагромадження” також може бути періодом нагромадження капіталу для знов створюваних підприємств і розвитку малого бізнесу.

Вивчення інтенсивності перебігу тих чи інших економічних процесів в залежності від фаз економічного циклу дозволить зпрогнозувати настання чергової фази і, відповідно, прийняття відповідних заходів. На різних рівнях, у тому числі й на рівні підприємства. Цей аспект є важливим саме для підприємств, особливо великих. Дуже часто керівники та спеціалісти підприємств забувають про перспективи діяльності, про майбутні умови діяльності, захоплюючись питаннями поточної діяльності.

Хвильовий характер розвитку економіки можна описати через особливості кожної фази хвилі тієї або іншої довжини. Тому в розділі подано загальну характеристику економічних циклів різних періодів, що складаються з амплітуд економічних хвиль різних величин. Метою такої характеристики є, по суті, характеристика майбутніх умов діяльності підприємства, яке є перебуває на тій або іншій фазі хвилі певного виду. Загальна характеристика обставин, що є характерною для певної фази хвилі тієї або іншої довжини, має бути врахована в управлінні підприємствами, що можна досягти певним позиціонуванням підприємства щодо відповідної хвилі. Значення такого позиціонування підприємства підвищується, якщо мова йде про серйозні проекти, що супроводжуються великими інвестиціями, значною реорганізацією діяльності або участю в інтеграційних процесах.

Висновки до розділу 2

1. Проведений аналіз особливостей становлення та зміни прибутковості українських підприємств на основі інституціонального підходу дозволяє зробити наступні висновки: в інституційних змінах домінують еволюційні процеси, які залежать від попередньої траєкторії розвитку країни. Було б помилково вважати, що тільки форсований постіндустріальний розвиток виявиться для України шляхом переходу на траєкторію стабільного росту. В той же час зволікання з економічними реформами та інституційною розбудовою української держави гальмує не тільки розвиток суспільства та промисловості, але й знищує його потенціал. Прискорення інституціональних змін можливе лише при активній участі держави у цьому процесі шляхом імпорту ефективних інститутів та адаптації механізмів їх впровадження з урахуванням специфіки української інституційної матриці. Слід розуміти, що сучасний розвиток України є трансформаційним тому об'єктивно має місце економічній неефективності, «ринковим провалам» та рентоорієнтованій поведінці.

2. Ситуація, що склалася, потребує переосмислення системи економічних відносин, яка повинна забезпечувати стійкий розвиток усіх її суб'єктів. Очевидно, орієнтація власників підприємств на отримання максимального прибутку в короткостроковій перспективі призвела до загрози існування підприємства в майбутньому. Суттєвою перешкодою розвитку підприємництва є сучасний стан та взаємодія інститутів фінансового ринку України. Важливого значення набуває врегулювання фондового ринку та банківської системи України. Повинна бути розроблена комплексна програма розширення мережі комерційних банків, посилення та збільшення ролі в ринковій економіці. Ця об'єктивна необхідність передбачає немало моментів, практична реалізація яких повинна сприяти появленню конкурентоспроможності системи комерційних банків.

Питання залучення інвестицій для технічної модернізації є першочерговим для підприємств. Зволікання з інвестиційними проектами прирікає переважну більшість з них на неминуче банкрутство в недалекій перспективі.

3. Очевидно, що соціальна поведінка суб'єктів приватизаційних процесів обумовлюється відповідністю змісту приватизації інтересам і потребам різних соціальних груп і верств населення. У перспективі перехід до приватновласницьких відносин залежатиме від характеру взаємодії всіх суб'єктів приватизації. Тому особливого значення набуває створення соціального механізму приватизації з надійним зворотним зв'язком, який дав би змогу оперативно враховувати рівень реалізації соціально-рольових очікувань суб'єктів приватизації, порушення балансу їх інтересів і своєчасно вносити необхідні корективи до програм економічних реформ.

4. Стратегія приватизаційної політики в Україні не може не враховувати особливості міжнародного досвіду. З одного боку, розвинені країни світу завдяки приватизації, збільшенню кількості власників привели в дію потужні внутрішні резерви не тільки подолання дестабілізації своїх економік, а й нові джерела модернізації, піднесення. З іншого - світовим досвідом доведено, що сумарний соціальний та економічний ефект досягається не тільки там, де діють плюралістичні форми власності та ринкові відносини (ринок існує і в слаборозвинених країнах із низьким рівнем життя населення), а й там, де досягли високих ступенів розвитку управління виробництвом, організації праці, де ціна робочої сили адекватна її вартості. Головним стає не власність, а управління. Для формування ефективної економіки необхідно створити умови, при яких дохід на фактор виробництва буде встановлюватися відповідно до продуктивності цього фактора, а «пошук ренти» перетворити на «пошук прибутку». Тобто потрібно максимально нівелювати вплив влади на розподіл доходів. Ефективний розподіл доходів (при якому дохід визначається продуктивністю діяльності) можливе лише при ефективному розподілі влади (такий порядок, при якому дотримано баланс влади, тобто

будь-яка спроба неефективного поведінки буде мати для суб'єкта відповідні негативні наслідки).

Тому принципове піднесення якості національної інституціональної системи, у тому числі й у сфері відносин власності, можливе лише за умови узгодження та інтеграції всіх її елементів на новому рівні.

5. Економічний цикл (хвиля) є загальною рисою ринкової економіки. Циклічність – це загальна норма руху ринкової економіки, що відбиває її нерівномірність, зміну еволюційних і революційних форм економічного прогресу, коливання ділової активності й ринкової кон'юнктури, чергування переважно екстенсивного чи інтенсивного економічного зростання, один зі способів саморегулювання ринкової економіки. До циклів належать періодичні коливання, однакові за змістом, але різні за тривалістю в кілька разів. Із усього спектру циклів, властивих тій чи іншій системі, до регулярності тяжіють, перш за все, найбільш тривалі цикли, породжені глибинними, сутнісними закономірностями руху структури.

За цикл економіка проходить певні фази (стадії), кожна з яких характеризує конкретний стан економічної системи: фази кризи, депресії, поживлення й підйому. Оскільки зміст та особливості кожної фази мають значення для з'ясування циклічного розвитку економіки, то в розділі розглянуто характерні риси кожної фази економічного циклу. Особливу увагу при цьому приділено такій фазі, як криза, тому що економічна криза є не тільки межею, але й імпульсом у розвитку економіки, виконуючи стимулюючу (очисну) функцію.

6. Економічні цикли характерні не тільки для економіки країни. Вони вельми суттєво впливають на діяльність окремого підприємства. Хвильовий характер розвитку економіки можна описати через особливості кожної фази хвилі тієї або іншої довжини. Тому в розділі подано загальну характеристику економічних циклів різних періодів, що складаються з амплітуд економічних хвиль різних величин. Метою такої характеристики є, по суті, характеристика майбутніх умов діяльності підприємства, яке є перебуває на тій або іншій фазі хвилі певного виду. Загальна характеристика обставин, що є

характерною для певної фази хвилі тієї або іншої довжини, має бути врахована в управлінні підприємствами, що можна досягти певним позиціонуванням підприємства щодо відповідної хвилі. Значення такого позиціонування підприємства підвищується, якщо мова йде про серйозні проекти, що супроводжуються великими інвестиціями, значною реорганізацією діяльності або участю в інтеграційних процесах.

7. Чинник циклічності розвитку економіки впливає на функціональні підсистеми системи управління підприємством. Функціональні підсистеми, що є найбільш чутливими до впливу чинника циклічності економічного розвитку, вибиралися за такими критеріями: яскраво виражене стратегічне орієнтування значної низки робіт, що виконується в поточний час; використання значних коштів, вагомий вплив результатів функціонування на результати діяльності підприємства в перспективі.

8. Використання встановлених вимог до вибору функціональних підсистеми управління підприємством, що є найбільш чутливими до впливу чинника циклічності економічного розвитку, дало змогу зарахувати до таких підсистеми маркетингу, інновацій, інвестицій, персоналу. Вони є взаємопов'язаними й мають велике значення для стратегічного управління підприємством. Але за значенням ці підсистеми не є рівними. Визначальне значення має підсистема інновацій, тому що саме вона, відповідаючи потребам ринку, висуває вимоги до підсистем маркетингу, інвестицій та персоналу й значною мірою зумовлює комплекс робіт, що мають виконуватися в межах цих підсистем.

РОЗДІЛ 3. НАУКОВО-ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ ВПРОВАДЖЕННЯ СИСТЕМИ ПРОГНОЗУВАННЯ ПРИБУТКОВОСТІ КАПІТАЛУ НА ПІДПРИЄМСТВІ

3.1 Побудова економіко-математичної моделі оцінки та прогнозування прибутковості капіталу підприємства

Прийняття управлінських рішень на підприємстві в будь-який момент потребує необхідної інформації про минулий, поточний і майбутній стани зовнішнього та внутрішнього середовища, їх властивості й переважні тенденції. Особливо важливо мати дані щодо перебігу подій, які є основою та базою для прогнозу. Сьогодні існує досить велика кількість методів і прийомів, що дозволяють будувати прогнози на різні періоди часу.

Розробка та прийняття стратегічних рішень як на рівні підприємства, так і на рівні господарської системи потребує прогнозованого розвитку економічної ситуації в країні (у світі) на 10 – 30 років уперед із заданою точністю. Для такого прогнозування використовуються довгострокові прогнози, що будуються з урахуванням, насамперед, таких вимог, як точність та вірогідність. Відмічені обставини ускладнюють процес довгострокового прогнозування і на етапі формування інформаційної бази, і на етапі прогнозування.

Управління капіталом підприємства пов'язано з встановленням, описом та аналізом внутрішніх закономірностей його формування, розміщення та використання. Зовнішній прояв дії закономірностей функціонування капіталу підприємства виражається в зміні часткових показників, що характеризують стан капіталу підприємства на певний момент часу. Взаємозв'язки, що на практиці спостерігаються у зміні великої кількості окремих часткових показників, підтверджують дію певної кількості факторів, що впливають на кінцеві показники функціонування капіталу, тому розкриття факторів дозволяє вирішити декілька проблем. По-перше, це перехід від великої кількості часткових показників до меншої кількості факторів без втрати змістовної інформативності, по друге, підтвердження структури запропонованої сукупності показників, що характеризують капітал

підприємства, по-третє, оцінка якості сформованих груп показників.

Виявити внутрішні фактори функціонування капіталу підприємства можна за допомогою сучасних методів багатовимірної статистичного аналізу. У випадку аналізу складних соціально-економічних процесів та явищ дослідник стикається з багатовимірністю їх описання, тобто необхідністю врахування під час аналізу великої кількості показників. Деякі ознаки взаємопов'язані і значною мірою дублюють один одного. В той самий час показники лише у непрямій формі відображають найбільш суттєві, але такі, що не піддаються безпосередньому спостереженню та вимірюванню внутрішні, приховані властивості явищ. В таких ситуаціях природною є спроба сконцентрувати інформацію шляхом виразу великої кількості вихідних ознак через меншу кількість більш інформативністких внутрішніх характеристик явищ. При цьому припускається, що найбільш місткі характеристики є найбільш суттєвими, визначними. Методи факторного аналізу покликані на здійснення саме такого стискання інформації.

Сутність методів факторного аналізу полягає в переході від опису деякої множини досліджуваних об'єктів, що задається великою кількістю вимірюваних ознак, до опису меншим числом максимально інформативних латентних змінних, що відображають найбільш суттєві властивості явища. Такі змінні називаються факторами. Відомо, що факторний аналіз не потребує апріорного поділу змінних на залежні та незалежні, адже всі змінні розглядаються як рівноправні. Важливою відмінною особливістю факторного аналізу є можливість одночасного дослідження як завгодно великого числа взаємопов'язаних змінних. В факторному аналізі немає припущення щодо „незмінності всіх інших умов”, яке притаманне багатьом іншим методам статистичного аналізу.

Арсенал методів факторного аналізу досить багатий. Разом із тим єдність методів факторного аналізу базується на загальній ідеї побудови метода. Ця ідея полягає у наступному. Тим чи іншим способом

формалізується уявлення про те, що необхідно для того, щоб дана система вихідних параметрів вважалась добре представленою (описаною) з допомогою деякої системи факторів. Для цього будується критерій (іноді послідовність критеріїв), значення якого можна визначити, як тільки отримано матрицю факторних навантажень. Значення критерію відображає ступінь якості представлення системи вихідних параметрів даною системою факторів. Після того як такий критерій побудовано, задача про знаходження матриці факторних навантажень постає як задача екстремізації побудованого критерію с. 6-7].

Таким чином, факторний аналіз з формальної точки зору – це передусім декілька критеріїв якості матриці факторних навантажень і набір алгоритм пошуку екстремумів цих критеріїв. Майже всі алгоритми факторного аналізу – це ітераційні процедури пошуку екстремуму.

У науковій літературі відсутня єдина думка щодо кількості існуючих методів прогнозування, але при цьому в різних джерелах [32 с.63, 19 с.23, 25 с.47] стверджується, що їх більше за 150, однак на практиці використовується не більше 15–20 методів. У цілому базові методи прогнозування можна розділити на чотири основні групи (рис. 3.1) [26, с.100].



Рис. 3.1 Типологія методів прогнозування (по Ж.–Ж. Ламбену)

На наш погляд, з дослідження доцільно виключити інтуїтивні методи, оскільки вони мають дуже низькі прогностичні можливості, що зумовлено високим рівнем їх суб'єктивізму.

Варто погодитися з Глівенко С.В., Ковальовим В.В., Терещенко О.О. та ін., що для складання фінансових прогнозів доцільно використовувати три основні групи традиційних методів економічного прогнозування [25 с.47–55, 74, 98 с. 445, 99 с.425]. Це методи експертних оцінок, методи обробки просторово-часових сукупностей і ситуаційні методи. Автором систематизовано основні методи прогнозування, які можна використовувати при прогнозуванні фінансового стану підприємства (рис. 1.6).

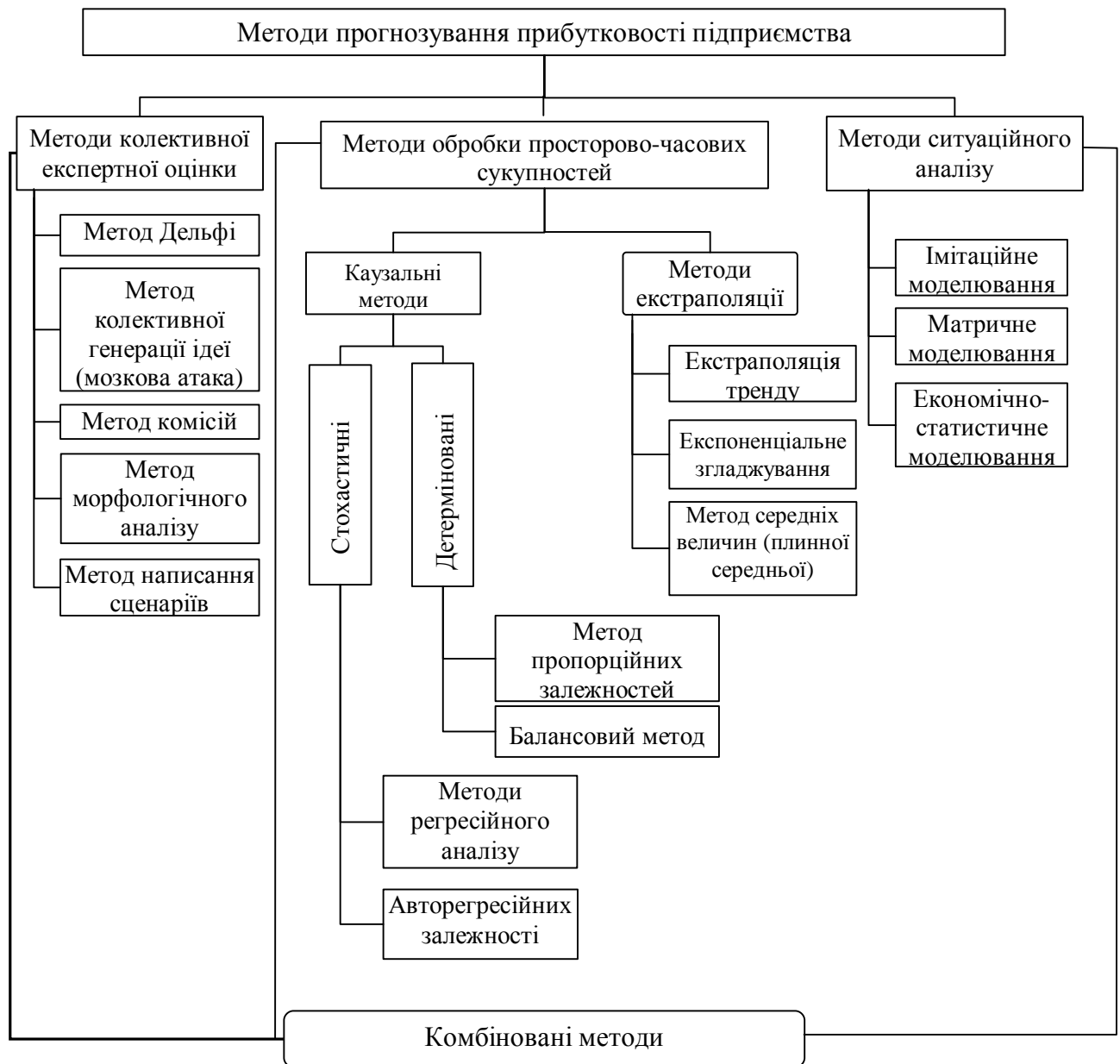


Рис. 3.2 Класифікація методів прогнозування прибутковості підприємства

В першому розділі дисертації було висунуто гіпотезу про прогнозованість прибутковості капіталу підприємства та побудовано систему факторів, що впливають на даний показник. В другому розділі дисертації було детально розглянуто механізм впливу інфляції, інституційного середовища та циклічності розвитку економічних процесів. В той же час ми розуміємо, що на прибутковість капіталу підприємства впливають ряд інших важливих факторів.

Для оцінки та прогнозу прибутковості капіталу підприємства побудуємо кореляційно-регресійну модель.

ЕТАП 1. Визначення залежної змінної.

В якості показника прибутковості капіталу приймемо коефіцієнт віддачі на капітал (*ROCE, return on capital employed, rate of return on investors capital*). *ROCE* є найбільш важливим показником загальної ефективності управління, тому що він дає відношення результатів діяльності компанії до загальної кількості вкладеного капіталу. Використовується фінансистами як міра прибутковості, яку приносить компанія на вкладений капітал. Зазвичай це необхідно для порівняння ефективності роботи у різних видах бізнесу і для оцінки того, генерує компанія достатньо прибутку, щоб виправдати вартість залучення капіталу.

ROCE комплексно відображає ступінь ефективності використання матеріальних, трудових і грошових ресурсів, ноу-хау, а також природних ресурсів. *ROCE* розраховується як відношення прибутку до активів або їх початковою оцінкою. Може виражатися як в прибутку на одиницю вкладених коштів, так і в прибутку, яку несе в собі кожна отримана грошова одиниця. *ROCE* завжди повинна бути вище, ніж середня процентна ставка по банківських і товарних кредитів, у іншому випадку будь-яке розширення бізнесу шляхом залучення додаткових позикових коштів призведе до погіршення фінансового стану, падіння прибутку або навіть до збитків.

Перший варіант формули:

$$ROCE = (Net\ Income - Preferred\ Dividends) / Equity \quad (3.1)$$

ROCE - рентабельність акціонерного капіталу;

Net Income - чистий прибуток;

Preferred Dividends - дивіденди за привілейованими акціями;

Common Equity - середня за рік величина акціонерного капіталу.

Другий варіант формули.

$$ROCE = EBIT / Capital\ Employed$$

ROCE – віддача на весь капітал;

EBIT – операційний прибуток;

Capital Employed – сума інвестованого капіталу.

ЕТАП 2. Оцінка впливу макроекономічних показників на прибутковість капіталу підприємства.

Для визначення впливу макроекономічних процесів на прибутковість капіталу підприємства нами були відібрані підприємства з хімічного виробництва та підприємства з виробництва машин і устаткування з різних регіонів України. Розрахунки проведені на основі даних статистичної бази даних AMADEUS за період 2000-2009 рр., дані макроекономічних показників взяті з статистичних щорічників України [clv] та щорічних звітів Світового економічного форуму «Глобальний індекс конкурентоспроможності»[clvi].

В табл. 1 відображена кореляція між макроекономічними показниками. Інфляція має значний зв'язок зі ставкою за кредит, та середній зв'язок з реальним зростанням ВВП, індексом конкурентоздатності країни та індексом розвитку інституційного середовища. Цікавим є негативний зв'язок між реальним зростанням ВВП, реальним зростанням виробництва та відсотковою ставкою за кредитом.

Кореляція між макроекономічними показниками

	Інфляція	Реальне зростання ВВП	Реальне зростання вир-ва	Ставка за кредитом	Індекс конкуренто-здатності	Індекс розвитку інститутів	Обмінний курс
Інфляція	1						
Реальне зростання ВВП	-,522	1					
Реальне зростання виробництва	-,451	,924**	1				
Ставка кредиту	,719**	-,640*	-,594*	1			
Індекс конкуренто-здатності	-,565	-,338	-,447	-,401	1		
Індекс розвитку інститутів	-,530	-,027	-,047	-,292	,632	1	
Обмінний курс	-,467	,209	,369	-,726**	,172	,021	1

** . Кореляція значима на рівні 0.01 (2-сторон.).

* . Кореляція значима на рівні 0.05 (2-сторон.).

значна кореляція

середня кореляція

слабка кореляція

Загалом, можна зробити висновок про відсутність дуже сильного впливу макроекономічних показників на прибутковість капіталу підприємства. Це є зрозумілим, адже перш за все прибутковість підприємства залежить від внутрішніх факторів (конкурентоспроможності продукції, положення підприємства на ринку, якості менеджменту та маркетингу). В той же час виявлений значний та середній зв'язок між віддачею на капітал та обмінним курсом гривні, існує середня кореляція з відсотковою ставкою за кредит (ROCE враховую віддачу на капітал для всіх інвесторів, що включає банківський кредит також), існує від'ємний зв'язок ROCE та індексом конкурентоспроможності країни, та розвитком інститутів (т.ч. висунута гіпотеза в 2.1 математично підтверджена). ROCE підприємств з виробництва машин і устаткування значно корелює з реальним зростанням ВВП та реальним зростанням виробництва. Очевидно адже дані підприємства мають значний внесок в розвиток економіки України.

Визначення парної кореляції між прибутковістю капіталу (ROCE) та
макроекономічними показниками

	Інфля- ція	Реальне зрост. ВВП	Реальне зрост. вирва	Кредит. %	Конкурен- тоспроможн. країни	Розвиток інститутів	Обмінний курс, грн./\$
<i>Підприємства з хімічного виробництва</i>							
ROCE (дуже великі)	0,791	0,543	0,440	-0,255	0,376	,782	-0,471
ROCE (великі)	0,289	0,551	0,266	0,693	0,598	0,388	0,324
ROCE (середні)	-0,201	0,380	0,295	0,908	0,850	0,682	0,582
<i>Підприємства з виробництва машин і устаткування</i>							
ROCE (дуже великі)	0,501	0,552	0,279	0,496	0,372	0,164	0,053
ROCE (великі)	0,130	0,326	0,341	0,785	0,677	0,023	0,612
ROCE (середні)	-0,616	0,713	0,737	0,285	0,312	0,412	0,694

значна кореляція

середня кореляція

слабка кореляція

ЕТАП 3. Оцінка впливу показників діяльності підприємства на прибутковість капіталу підприємства.

На основі розрахунків парної кореляції було визначено тісний взаємозв'язок між *ROCE* та наступними фінансовими показниками діяльності підприємств хімічного виробництва та виробництва машин і устаткування.

EBIT – операційний прибуток;

Gear – співвідношення позичкового капіталу до власного;

FA – фіксовані активи;

IA – нематеріальні активи;

SF – акціонерний капітал підприємства.

ЕТАП 4. Побудова кореляційно-регресійної моделі

Таким чином в якості факторів впливу на прибутковість капіталу підприємств хімічної галузі були вибрані наступні показники за 2001 -2009 р.:

- макропоказники: *infl* – інфляція,%; *CI* – індекс конкурентоздатності України (дані були взяті з щорічних звітів Світового економічного форуму «Глобальний індекс конкурентоспроможності [3]), *II* – індекс розвитку інститутів [3].

- показники діяльності підприємства: *EBIT* – операційний прибуток; *Gear* – співвідношення позичкового капіталу до власного; *FA* – фіксовані активи; *IA* – нематеріальні активи; *SF* – акціонерний капітал підприємства.

Кореляційно-регресійна модель має вигляд:

$$y = -24,66 + 0,75EBIT + 0,44 Gear + 0,81FA + 0,52 IA + 86 SF + 0,55 infl + 0,45CI + 0,64II$$

$$R = 0,89$$

$$R^2 = 0,89$$

$$S = 0,07$$

За допомогою побудованої кореляційно-регресійної моделі було розраховано прогнозне значення прибутковості капіталу підприємств виробництва машин та устаткування, крім цього представлений оптимістичний та песимістичні сценарії розвитку.

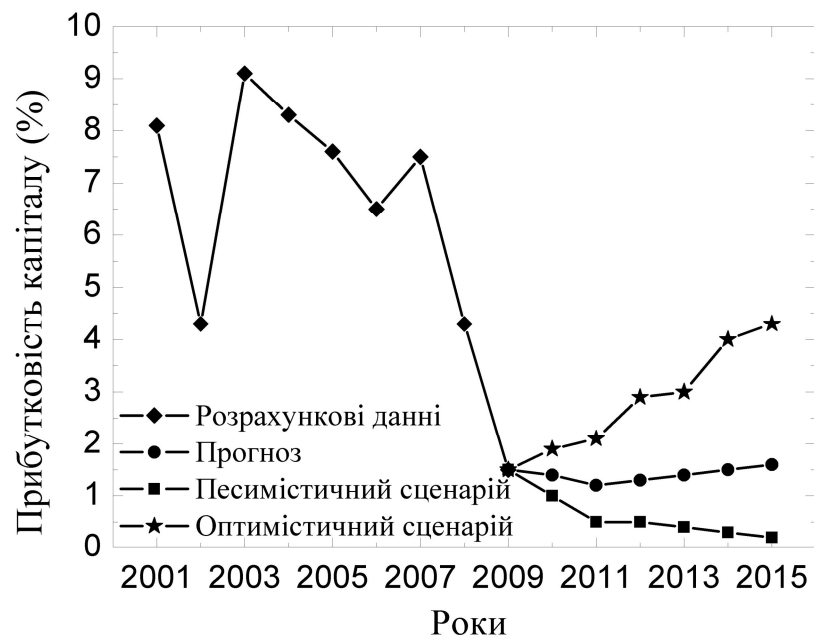


Рис. 3.3 Прогноз прибутковості капіталу підприємств хімічного виробництва

Взалагом, якщо побудувати тренд динаміки прибутковості капіталу підприємств хімічного виробництва ми бачимо досить значне зниження показника (рис. 3.4).

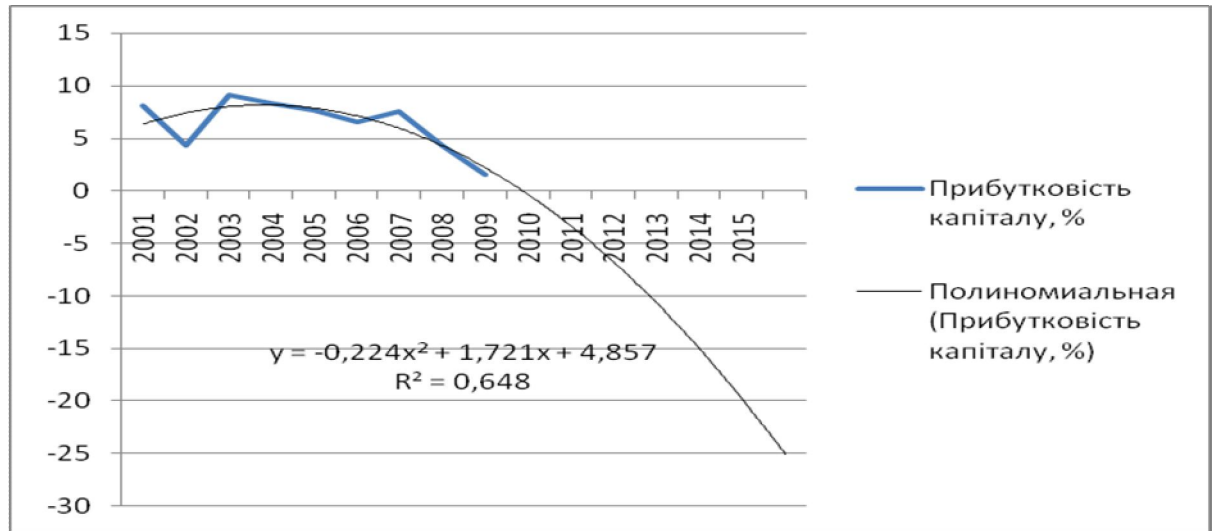


Рис. 3.4. Тренд прибутковості капіталу підприємств виробництва машин та устаткування

В той же час, встановлені залежності між інфляцією та прибутковістю капіталу, а також прогноз розвитку інфляційних процесів та динаміки ВВП за розрахунками ВМФ та побудовою нами тренду (рис. 3.5, рис. 3.6, рис. 3.7) дозволяють зробити більш оптимістичний прогноз.

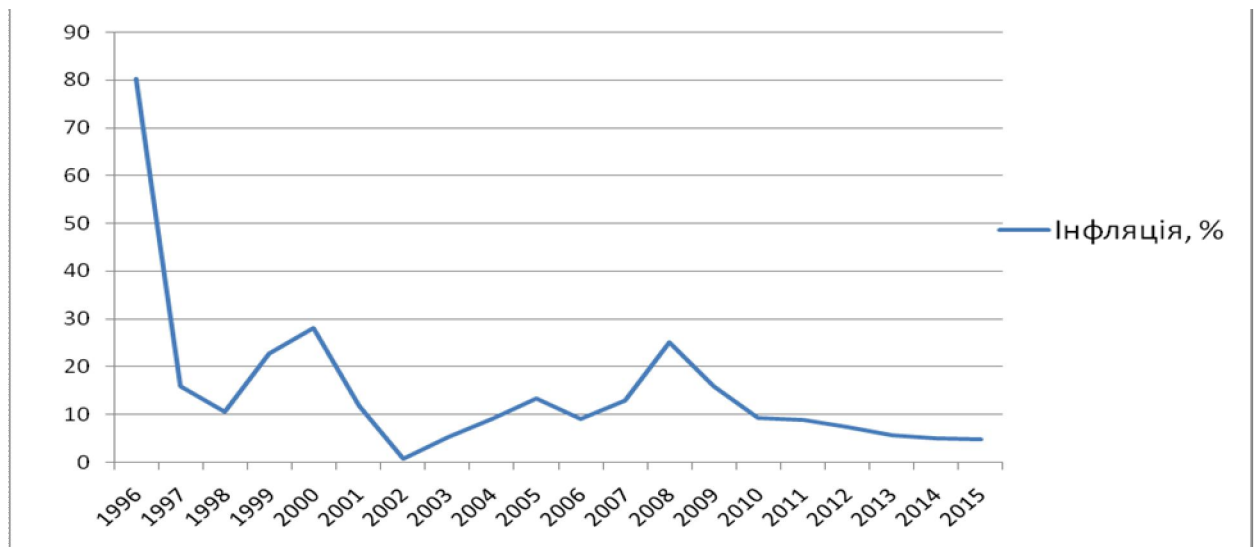


Рис. 3.5. Прогноз динаміки інфляції, розрахований ВМФ

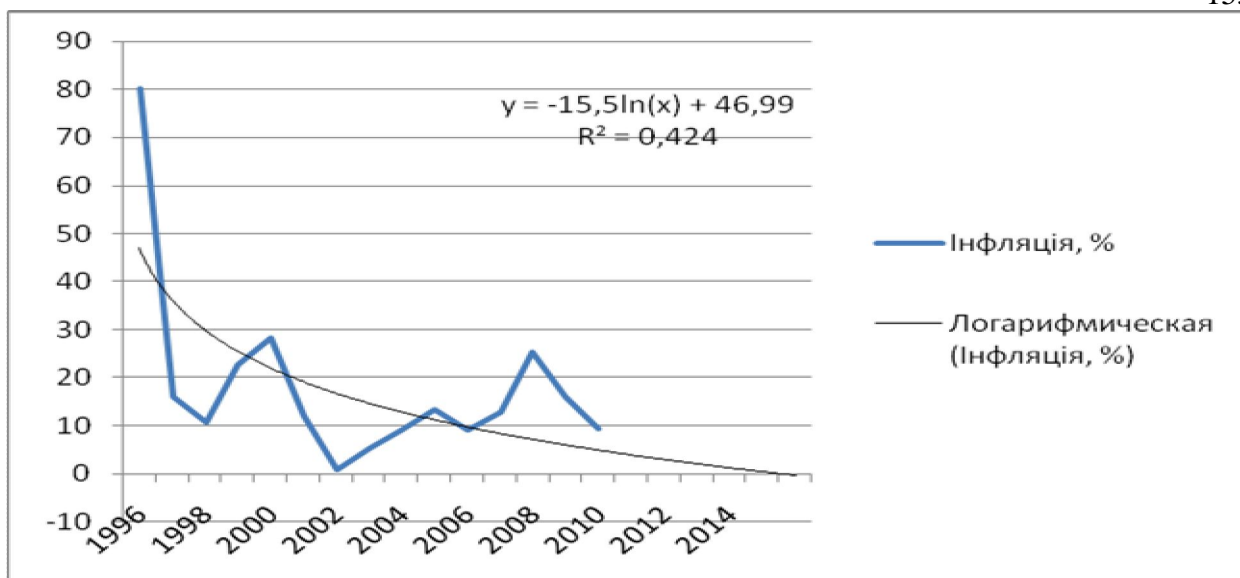


Рис. 3.6. Тренд динаміки інфляції,



Рис. 3.7. Прогноз динаміки ВВП, розрахований МВФ

В той же час, оптимістичний сценарій розвитку для виробництва машин та устаткування можливий лише за умови:

- технічного переозброєння з запровадженням енерго- та ресурсозберігаючих технологій, модернізації виробництва з метою поліпшення екологічного середовища, використання відходів виробництва як вторинної сировини;

- стимулювання всіх виробництв, продукція яких насичена сучасними досягненнями техніки, системами управління, інтелектуальним змістом;
- розширення випуску конкурентоспроможної продукції за якістю і ціною; освоєння нових світових ринків поставок продукції;
- здійснення фінансового оздоровлення підприємств, підвищення їх інвестиційної привабливості.
- принципового піднесення якості національної інституціональної системи, у тому числі й у сфері відносин власності;
- узгодження та інтеграції всіх елементів економічного розвитку на новому якісному рівні.

В перспективі до 2015 р. для хімічного виробництва пріоритетним напрямком залишається розвиток мінеральних добрив, пігментного двоокису титану – сировини для лакофарбових матеріалів, хімічних реактивів, фото- і рентгенівських плівок, які мають попит на внутрішньому і зовнішньому ринку.

3.2 Формування інвестиційної стратегії промислових підприємств на основі прогнозу прибутковості

Загальновідомо, що інвестиційна діяльність підприємства у всіх її формах не може зводитися лише до задоволення його поточних інвестиційних потреб, які обумовлені необхідністю заміни зношених активів або їхнього приросту у зв'язку зі змінами обсягу і структури господарської діяльності. Забезпечення стійкого положення підприємства на ринку та його економічного розвитку в довгостроковому періоді вимагає відповідної інвестиційної підтримки. Це обумовлює необхідність створення системи управління інвестиційною діяльністю на основі науково виваженого передбачення її напрямків і форм, забезпечення реалізації загальних цілей розвитку підприємства та адаптування до умов зовнішнього мінливого середовища його функціонування. Ефективним інструментом перспективного управління інвестиційною діяльністю підприємства, підпорядкованого реалізації цілей економічного розвитку підприємства в умовах істотних змін макроекономічних факторів, системи державного регулювання ринкових процесів, кон'юнктури інвестиційного ринку і, пов'язаної з цим невизначеності, є інвестиційна стратегія.

Інвестиційна стратегія представляє собою систему довгострокових цілей інвестиційної діяльності підприємства, що обумовлені загальними завданнями його розвитку та інвестиційною ідеологією, а також вибір найбільш ефективних шляхів їх досягнення.

Таким чином, інвестиційна стратегія промислового підприємства розробляється відповідно до цілей її функціонування, у зв'язку з цим усі інвестиції повинні розглядатися як один з основних способів досягнення головної мети господарюючого суб'єкта (рис. 3.8).



Рис. 3.8. Необхідність розробки інвестиційної стратегії

Опис інвестиційної стратегії як і будь-якого багатогранного поняття не вичерпується лише простим визначенням. Інвестиційна стратегія, на нашу думку, є структурованою сукупністю декількох взаємозв'язаних аспектів, таких як інституційний, економічний, нормативно-правовий, інформаційно-аналітичний та інші (рис. 3.9).

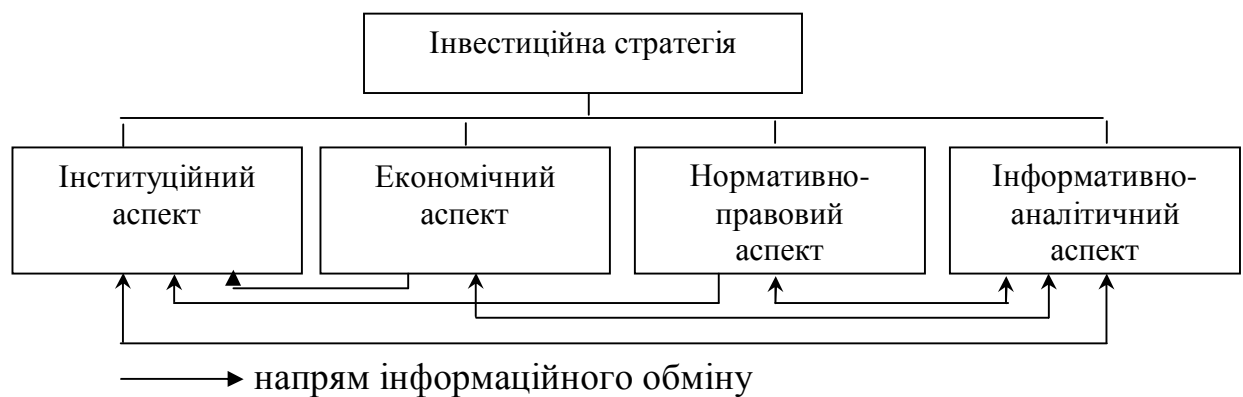


Рис. 3.9. Система інвестиційної стратегії підприємницької структури

Ці аспекти є взаємозв'язаними, їх структуризація і розподіл пріоритетів між ними, на наш погляд, дозволяє мати чітке уявлення про розробку й реалізацію стратегії промислового підприємства, і топ-менеджерам необхідно приділяти цим аспектам досить серйозну увагу.

Напрями інформаційного обміну вказують на типові пріоритети при розробці й реалізації інвестиційної стратегії, зв'язуючи аспекти в єдине ціле. Інформаційний обмін дозволяє погоджувати тривалість, етапи й умови інвестицій в рамках прийнятої стратегії підприємницької структури.

Нормативно-правовий аспект інвестиційної стратегії складається з таких основних частин: по-перше, законодавчі та інші нормативно-правові акти держави, що створюють юридичну основу й формують фіскальну середу, рамках якої підприємницька структура формує інвестиційну стратегію й здійснює інвестиційний процес; по-друге, облікова політика підприємницької структури, внутрішні регулюючі документи, які дозволяють забезпечувати єдиний інвестиційний процес в рамках її підрозділів.

Економічний аспект — сукупність економічних частин інвестиційної стратегії, до яких належить: система економічних показників для оцінки інвестиційної стратегії, управління, фінансування інвестиційного процесу. У рамках економічного аспекту виділяються основні методи, критерії й цілі інвестиційної стратегії (рис. 4).

Інформаційно-аналітичний аспект інвестиційної стратегії є системою обробки інформації (COI), що складається з таких частин: підсистема збору і сортування інформації, підсистема зберігання інформації, підсистема пошуку, підсистема аналізу інформації. COI є базисом оперативного інформаційного обміну в рамках інвестиційної стратегії, дозволяє оперативно реагувати на зміни в юридичних основах і фіскальній середі, прогнозувати економічні перспективи ринків і планувати зміни в межах інституційного аспекту й коректувати основні частини економічного аспекту інвестиційної стратегії.

Таким чином, інвестиційна стратегія — єдина високоінтегрована система, що складається з різних аспектів, нерозривно зв'язаних між собою для досягнення головної мети підприємницької структури.

Взагалом, процес розробки інвестиційної стратегії містить декілька етапів:

1. Оцінка довгострокових перспектив

2. Прогноз розвитку.
3. Усвідомлення мети.
4. Аналіз сильних і слабких сторін.
5. Узагальнення стратегічних альтернатив.
6. Розробка критеріїв оптимізації.
7. Вибір оптимальної стратегії.
8. Планування заходів.

За допомогою визначених етапів, сформуємо інвестиційну стратегію для підприємств хімічного виробництва та виробництва машин і устаткування.

1. Оцінка та прогнозування довгострокових перспектив розвитку економіки України

Взагалом, макроекономічне прогнозування розвитку економіки України є досить складним процесом. Прогноз деяких макроекономічних показників був представлений в пункті 3.1. В зв'язку з ускладненням економічних процесів та відносин можна говорили лише про загальні тенденції розвитку.

З урахуванням методичних підходів розроблених в 2.3 щодо впливу циклічності на економічні процеси нами було створено якісний прогноз розвитку економічних процесів України в залежності від фаз економічного циклу (рис. 3.10).

2. Прогноз розвитку прибутковості капіталу

В 3.1 за допомогою побудованої кореляційно-регресійної моделі було розраховано прогнозне значення прибутковості капіталу підприємств виробництва машин та устаткування, крім цього представлений оптимістичний та песимістичні сценарії розвитку (рис. 3.11).

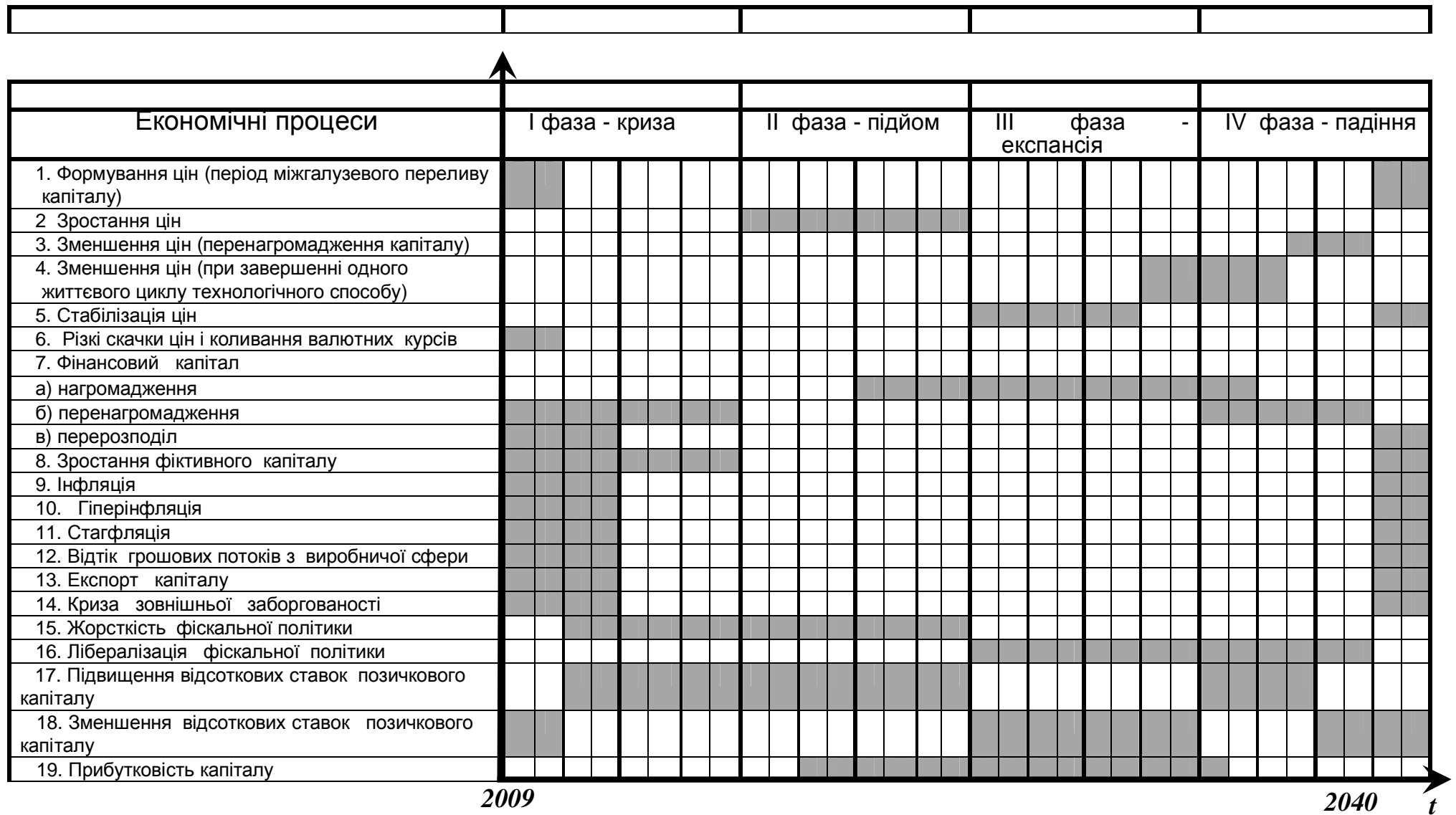


Рис. 3.10 Прогноз розвитку економічних процесів України в залежності від фаз економічного циклу

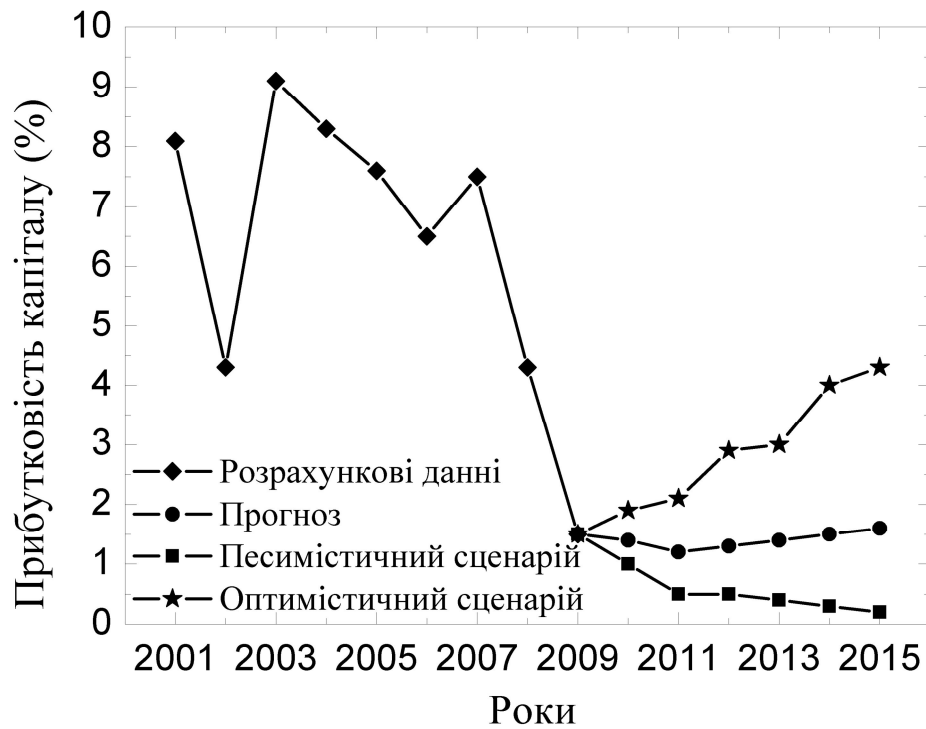


Рис. 3.11 Прогноз прибутковості капіталу підприємств машин та устаткування

3. Усвідомлення мети

Головна мета розвитку виробництва машин та устаткування України - задоволення внутрішнього попиту на машинобудівну продукцію, розширення присутності на зовнішніх ринках, досягнення стратегічної прибутковості. Мету має бути досягнуто на основі перетворення машинобудування у конкурентоспроможний, ефективний, високотехнологічний і сприйнятливий до інновацій комплекс, що динамічно розвивається, інтегрований у систему міжнародного розподілу праці.

4. Аналіз сильних і слабких сторін.

Для аналізу сильних і слабких сторін підприємств хімічного виробництва та виробництва машин і устаткування проведемо аналіз факторів зовнішнього ділового середовища щодо (PEST-аналіз) і аналіз ринкової ситуації за факторами потенціалу самої галузі та можливостей і погроз з боку ринкового середовища (SWOT-аналіз).

PEST-аналіз — це інструмент, призначений для виявлення політичних (Policy), економічних (Economy), соціальних (Society) і технологічних (Technology) аспектів зовнішнього середовища, що можуть вплинути на стратегію розвитку машинобудування (табл. 1).

Політику вивчають тому, що вона регулює владу, яка визначає ділове середовище машинобудування та одержання ключових ресурсів для його діяльності. Основна причина вивчення економіки — це створення картини розподілу ресурсів на рівні держави, що є найважливішою умовою діяльності галузей машинобудування. Науковий і виробничий потенціал машинобудування та громадський інтерес до нього визначають за допомогою соціального компонента. Четвертим фактором є технологічний компонент, що виявляє тенденції у технологічному розвитку, які найчастіше є причинами змін і втрат ринку, а також появи нових продуктів.

За результатами PEST-аналізу можна зробити такі висновки щодо дій з реалізації інвестиційної стратегії.

З чинних політичних факторів впливає:

- бюджетні засоби на реалізацію стратегії буде обмежено;
- можливості законодавчого, нормативного, митного та іншого регулювання обмежено рамками норм СОТ;
- можливості держрегулювання лежать лише у площині розроблення і впровадження заходів підтримки чи стримування.

З чинних економічних факторів впливає, що для розвитку внутрішнього ринку і збільшення експорту потрібні енергійні дієві заходи з формування платіжоспроможного ринку збуту і приборкуванню цінового хаосу на монопольному сировинному ринку.

З чинних соціальних факторів впливає, що потрібно підняти статус вітчизняного машинобудування в очах суспільства, і тим самим сформувати умови для забезпечення машинобудування кадрами фахівців і робітників.

З чинних технологічних факторів впливає, що потрібно:

- модернізувати всю промисловість України, що значно розширить внутрішній ринок;
- оцінити наявний науково-виробничий потенціал у передових напрямках науки і техніки та визначити інноваційні шляхи розвитку;
- розробити заходи з підвищення інноваційної активності;
- провести масштабні НДР і ДКР з оновлення продукції, що випускається, для підвищення її конкурентоспроможності;
- розробити і реалізувати програми дій з відновлення активної частини основних фондів;
- популяризувати і стимулювати впровадження сучасних методів менеджменту.

SWOT-аналіз потенціалу розвитку виробництва машин та устаткування України є зручним інструментом структурного опису стратегічних характеристик ринкового середовища і галузі машинобудування.

Оцінка сильних (Strength) і слабких (Weakness) властивостей галузі стосовно можливостей (Opportunities) і погроз (Threats) зовнішнього ринкового середовища дає можливість визначити стратегічні перспективи галузі та можливі шляхи їх реалізації — табл. 3.1.

Треба переорієнтувати управління машинобудуванням, насамперед, з огляду на обмеження, які накладає зовнішнє ринкове середовище, з об'єктивною оцінкою досягнутих результатів щодо вироблюваної продукції та використовуваних технологій і устаткування, тобто внутрішніх факторів.

Таблиця 3.1 PEST-аналіз виробництва машин та устаткування України

Політичні фактори	Економічні фактори
<ol style="list-style-type: none"> 1. Чергові вибори Президента України з відповідним відволіканням центрів впливу та бюджетних коштів 2. Необхідність додержання норм СОТ в законодавчій і нормативній діяльності щодо імпорту-експорту 3. Понад 90% підприємств машинобудування є приватизованими, що практично виключає державне регулювання 4. У зв'язку з вступом до СОТ можливості державного регулювання в питаннях стосовно конкуренції значно обмежені 5. Надмірна політизація суспільства 6. Недовіра суспільства до влади та її органів 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Позитивна динаміка ВВП 2. Загрозливо висока інфляція 3. Нестабільний курс гривні 4. Висока облікова ставка НБУ, високі ставки кредитування комерційних 5. Низький платіжоспроможний попит внутрішнього ринку 6. Криза у світовій фінансовій системі 7. Нестача обігових коштів у підприємств 8. Неконтрольоване зростання цін на товари та послуги природних монопол (сировина, енергоресурси) 9. Недостатній обсяг інвестицій у машинобудуванні 10. Високий рівень матеріало- і енергоємності продукції, що випускається 11. Низька рентабельність виробництва 12. Фактична відсутність конкуренції як стимулювального чинника
Соціальні фактори	Технологічні фактори
<ol style="list-style-type: none"> 1. Скорочення працездатного населення 2. Зменшення чисельності фахівців і робітників у найбільш промислових регіонах 3. Недооцінка ролі машинобудування як основи економічної та соціальної захищеності значної частини населення 4. Зниження привабливості праці в машинобудуванні. 5. ЗМІ не приділяють належну увагу проблемам машинобудування і сучасних прогресивних принципів діяльності підприємств. 6. Немає чітко вираженої орієнтації на якість як основу конкурентоспроможності 7. Значний розрив між рівнем заробітної плати і рівнем потреб працівника 8. Низька престижність праці у виробничій сфері 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Україна не є лідером у передових напрямках науки машинобудування 2. Незначна інноваційна активність підприємств 3. Продукція, що випускається, у більшості є морально застарілою, з низьким рівнем автоматизації та інтелекту технології виробництва 4. Значне зношування активної частини основних фондів

Таблиця 2. SWOT-аналіз виробництва машин та устаткування України

Сильні властивості	Можливості в зовнішньому ринковому середовищі
<p>1. Наявність окремих підприємств, які випускають унікальну продукцію, що має попит на зовнішніх ринках</p> <p>2. Наявність галузевих НДІ і КБ, що мають в своєму розпорядженні фахівців (хоча значно менше, ніж було)</p> <p>3. Збереглися традиції та досвід виробництва машинобудівної продукції</p>	<p>1. Відносно стабільний попит на ринку Росії та інших країн СНД</p> <p>2. Можливість поживлення внутрішнього ринку України</p> <p>3. Можливість часткового освоєння ринків Азії, Африки та Південної Америки</p>
Слабкі властивості	Погрози зовнішнього ринкового середовища
<p>1. Недостатня конкурентоспроможність продукції</p> <p>2. Недостача оборотних коштів</p> <p>3. Відсутність системи сервісного обслуговування (як правило, сервісне обслуговування передбачає контракт)</p> <p>4. Відсутність світових брендів і слабка популярність на світових ринках</p> <p>5. Експорт переважно в країни СНД</p> <p>6. Низька ефективність просування на закордонні ринки</p> <p>7. Продукція переважно є неконкурентоспроможною з продукцією розвинутих країн</p> <p>8. Низька продуктивність праці</p>	<p>1. Зростання світової фінансової кризи</p> <p>2. Зростання конкуренції на ринках СНД не на користь України</p> <p>3. Активна діяльність ключових конкурентів: Європа, Китай, Індія, Японія, Південно-Східна Азія</p> <p>4. Відсутність або недостатність державних заходів для розвитку машинобудування</p> <p>5. Відсутність стабільного фінансування урядових програм за термінами і обсягами</p> <p>6. Нестабільність курсів світових валют</p> <p>7. Зростання цін на продукти і послуги природних монополій</p>

З результатів PEST- і SWOT-аналізу випливає, що виробництво машин та устаткування в Україні перебуває в українському запущеному стані. В умовах фінансової кризи, що почалася, і загостренні конкуренції на внутрішньому і, особливо, на зовнішніх ринках має бути прийнято енергійні, ефективні, фінансоємні заходи з боку і власників, і держави.

Тому пріоритетними напрямками стратегії визначені наукомісткі і високотехнологічні галузі машинобудування (електротехнічна електронна, авіаційна, засоби зв'язку промисловості, енергетичне, хімічне, важке машинобудування тощо). передбачається стимулювання всіх виробництв, продукція яких насичена сучасними досягненнями техніки, системами управління, інтелектуальним змістом, конкурентноздатна на зовнішніх ринках та імпортозамінююча на внутрішньому, забезпечує високу ефективність у виробництві і експлуатації.

Оскільки успішна діяльність може бути забезпечена при використанні інноваційних принципів в управлінні, технології і організації виробництва і особливо у проектно-конструкторській справі, особливу увагу буде зосереджено на підготовці кадрів високої кваліфікації, здатних до роботи в швидкозмінних умовах. Важливим напрямком є орієнтація на потреби економіки області і значне зростання виробництва товарів народного споживання.

У територіальній і в міжтериторіальній організації виробництва пріоритет повинен надаватися створенню крупних угруповань, здатних в короткий термін вирішувати проблеми розвитку виробництва та після продажного обслуговування своєї продукції. Необхідно буде розробити і здійснити регіональну (міжрегіональну) програму розвитку внутрішнього ринку, підвищення економічної ефективності роботи підприємств та довгострокову програму науково-технічного розвитку області. Передбачається вивчити результати реструктуризації, зокрема приватизації підприємств галузі і вжити заходів до заміни власників, які виявилися неефективними.

Залучення інвестицій в машинобудування області за рахунок власних, кредитних, переливних і іноземних джерел, оновлення і зростання основних засобів є не тільки пріоритетним напрямком, але і необхідною умовою досягнення стратегічної мети.

Підсумовуючи етапи формування інвестиційної стратегії, а також запропонованого інструментарію оцінки та прогнозування інвестиційної стратегії можна запропонувати наступний алгоритм дій (рис. 3.12)

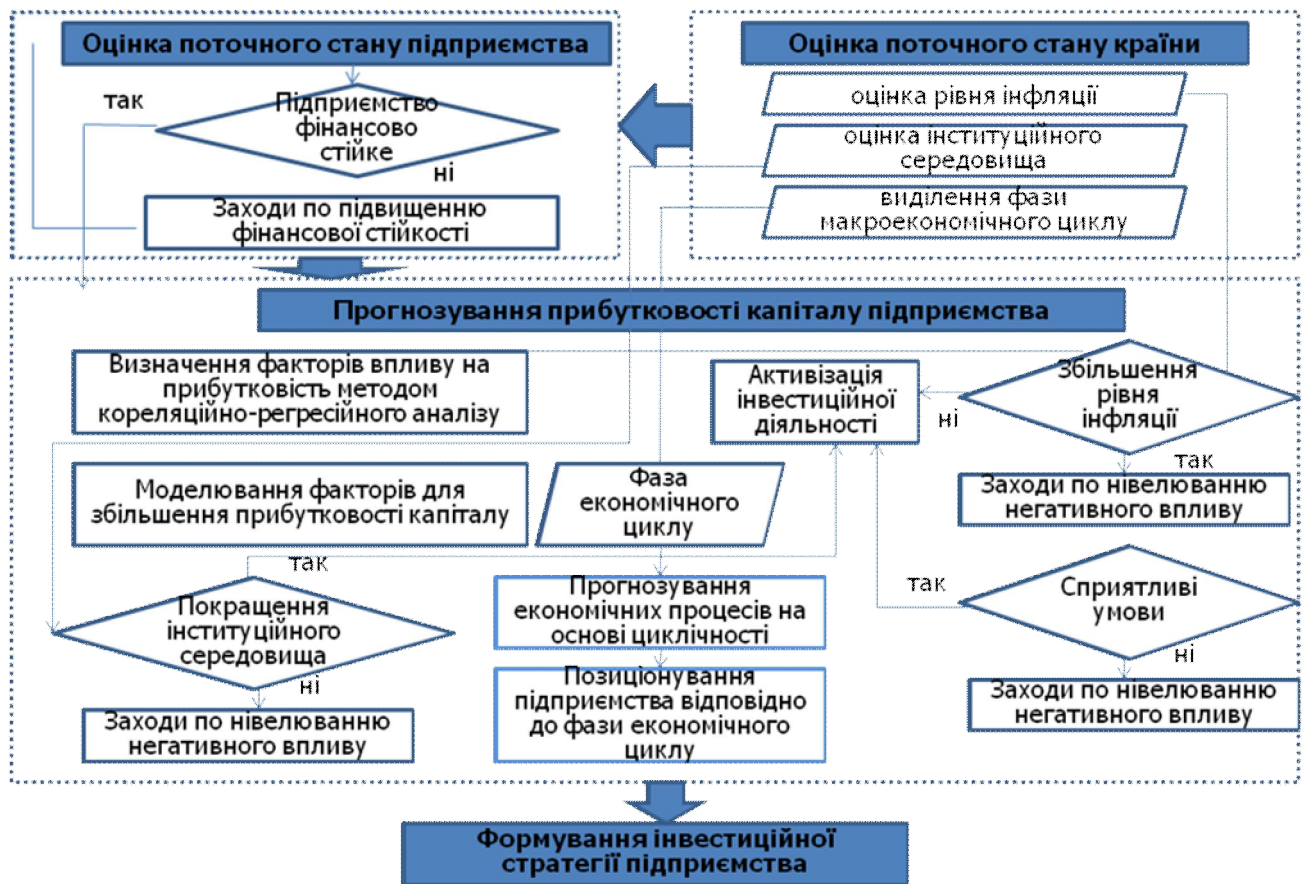


Рис. 3.12 Алгоритм формування інвестиційної стратегії підприємства на основі прогнозування прибутковості капіталу

Таким чином, інвестиційна стратегія є довгостроковим узагальненим планом управління капіталом. Вона обирається відповідно до стану та прогнозів щодо макроекономічного середовища, інвестиційного ринку, самого інвестора, сфери його бізнесу та ділових інтересів.

На сучасному етапі інвестиційна діяльність підприємства зводиться не тільки до задоволення їхніх поточних інвестиційних потреб, а й до передбачення напрямів і форм цієї діяльності на перспективу. У конкурентних умовах підприємства вимушені на основі наукової методології здійснювати перспективне управління інвестиційною діяльністю, ефективним інструментом якого виступає інвестиційна стратегія.

Вважаємо, розробку інвестиційної стратегії підприємства необхідно розглядати у більш ширшому значенні. Адже, вона відображає переваги підприємства в інвестиційній діяльності порівняно з його конкурентами; забезпечує чіткий взаємозв'язок стратегічного, поточного й оперативного управління інвестиційною діяльністю підприємства; забезпечує реалізацію відповідно менталітету інвестиційної поведінки в найбільш важливих стратегічних інвестиційних рішеннях підприємства; відбувається формування значення основних критеріальних оцінок вибору реальних інвестиційних проектів і фінансових інструментів інвестування; є однією з передумов стратегічних змін загальної організаційної структури управління й організаційної культури підприємства.

Отже, при розробці стратегії підприємства та її адаптації в сучасному інвестиційному середовищі, інноваційний принцип розвитку повинен логічно поповнювати існуючі засади функціонування, посісти щільне місце в системі управлінських підходів та працювати на користь підприємства.

3.3 Економічно-організаційний механізм впровадження системи управління капіталом на підприємство

Основні напрямки розвитку та управління капіталом підприємства відображає концепція, яка є системою науково-обґрунтованих принципів. Основні структурні блоки концепції наступні: механізми, принципи, основні функції, методи і задачі. До стратегічних функцій віднесено: економічний розвиток підприємства, максимізація ринкової вартості, фінансовий ріст, фінансова рентабельність, фінансова ідеологія. Тактичними функціями є: створення нового бізнесу, інвестиції та інновації, сегментування, моніторинг та регулювання.

Методологічними принципами концепції є: інтегрованість із загальною системою управління підприємством; комплексний характер формування управлінських рішень; динамізм управління; орієнтація на стратегічні цілі розвитку; варіантність вибору управлінських рішень. Ці принципи поєднані з загальними принципами управління: системність, адаптивність, цілісність, оптимальність, надійність, гнучкість, ефективність, координація, науковість. Управління капіталом базується на ідеї інтегрованого підходу, якому властива системна цілісність, що поєднує різноманітні складники процесу формування капіталу. Ця концепція полягає у всебічному і комплексному розгляді питань процесів виробництва і споживання, що є основою при стратегічному плануванні і прогнозуванні.

Забезпечення системи менеджменту капіталу – сукупність матеріальних, фінансових або будь-яких інших засобів і організаційних заходів для реалізації завдань управління капіталом.

Ми вважаємо, що доцільно виділити та розглянути інтелектуальне, інформаційне та технічне забезпечення системи управління капіталом. Однак зазначимо, що такі види забезпечення не є відокремленими елементами, а тісно пов'язані між собою. Одним з етапів формування системи менеджменту капіталу є виділення її складових. Проведені теоретичні дослідження дають

змогу стверджувати, що до них відносяться процесна, функціональна, організаційна та методична.

У межах процесної складової розглядається сукупність взаємозалежних управлінських процесів, спрямованих на обґрунтування, вироблення, прийняття й виконання рішень щодо формування та використання капіталу; у межах функціональної – сукупність функцій управління як специфічних видів діяльності по обґрунтуванню, виробленню, прийняттю й виконанню управлінських рішень; у межах організаційної – сукупність спеціалізованих органів (підрозділів - відділів, бюро, груп і т.п.) управління, взаємодіючих і взаємозалежних між собою для досягнення цілей і завдань управління капіталом. Методична складова складається з методик та методів організації управління, тобто сукупності способів і прийомів управління, що забезпечують досягнення поставлених цілей і рішення завдань управління капіталом (рис. 3.13).

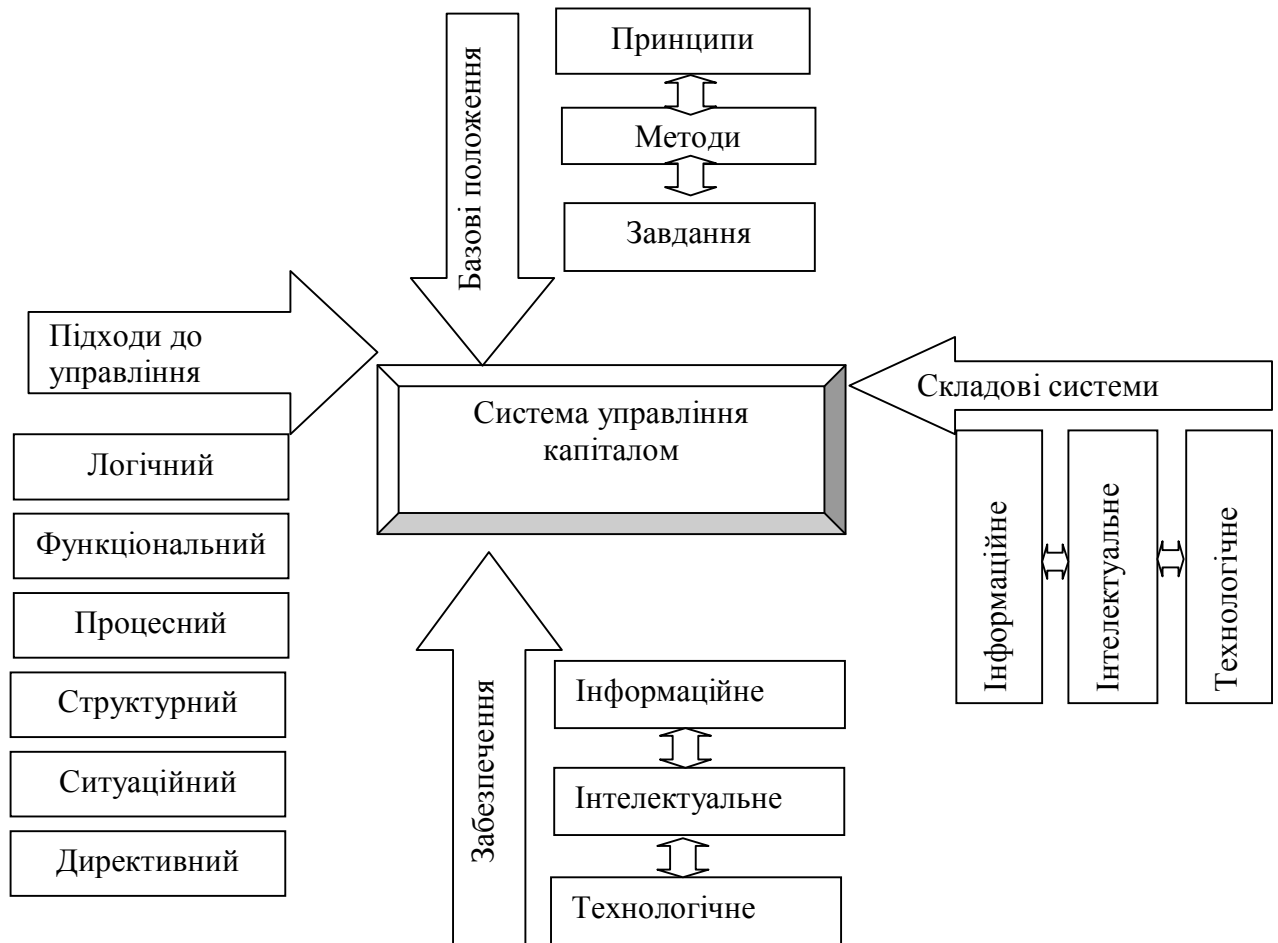


Рис. 3.13. Система управління капіталом

Стратегія управління капіталом підприємства спрямована на вирішення таких основних завдань:

1. Формування достатнього обсягу капіталу, що забезпечить необхідні темпи економічного розвитку підприємства.
2. Оптимізація розподілу сформованого капіталу за видами діяльності та напрямками використання.
3. Забезпечення умов досягнення максимальної доходності капіталу за запланованого рівня фінансового ризику.
4. Забезпечення мінімізації фінансового ризику, пов'язаного з використанням капіталу, за запланованого рівня його доходності.
5. Забезпечення постійної фінансової рівноваги підприємства у процесі його розвитку.
6. Забезпечення належного рівня фінансового контролю над підприємством з боку його засновників.
7. Забезпечення належної фінансової гнучкості підприємства.
8. Оптимізація обігу капіталу.
9. Забезпечення своєчасного реінвестування капіталу

Механізм формування моделі реалізації стратегічного управління капіталом підприємства відображений на рис. 3.14.

Управління капіталом підприємства, як і весь процес управління, охоплює стратегію і тактику управління. Під стратегією розуміють загальний напрямок і спосіб використання засобів для досягнення поставленої мети.

Встановлюючи визначені правила й обмеження, стратегія дає змогу сконцентрувати зусилля на тих варіантах рішень, що не суперечать обраному напрямку управлінської діяльності. Тактика управління – це конкретні методи і прийоми досягнення поставленої мети у визначеній ситуації й у визначений момент часу. Завдання тактики управління – вибір найбільш оптимального рішення і способів його втілення в ситуації, яка склалася.

Необхідно зазначити, що ефективність діяльності значною мірою залежить від рівня розвитку та вдосконалення системи управління капіталом. Управління капіталом суб'єктів господарювання тісно пов'язане із прийняттям управлінських рішень, оскільки його величина та динаміка є важливими критеріями для встановлення їх оптимальності. Капітал завжди є необхідним атрибутом діяльності – від моменту створення підприємства до його ліквідації або реорганізації. Своєю чергою, управління капіталом передбачає вплив на його обсяг і структуру, а також джерела формування з метою підвищення ефективності його використання. Налагоджений механізм управління капіталом передбачає: чітку постановку цілей і завдань управління капіталом, а також контроль за їх дотриманням у плановому періоді; удосконалення методики визначення й аналізу ефективності використання усіх видів капіталу; розроблення напрямків оптимізації процесу управління капіталом, а також їх аналізу і впровадження; розроблення методики оперативного управління високо ліквідними обіговими активами; розроблення загальної стратегії управління капіталом; використання у процесі управління економічних методів і моделей, зокрема під час аналізу і планування; орієнтацію на використання внутрішніх важелів впливу на процес управління капіталом.

Важливим етапом для підвищення конкурентоздатності України взагалом є впровадження стратегічних інвестицій, які спрямовані на створення нових підприємств, нових виробництв або придбання цілісних майнових комплексів в іншій сфері діяльності, в інших регіонах і т. п. Стратегічні інвестиції, спрямовані на впровадження досягнень науково-технічного прогресу, підвищення ступеня конкурентоспроможності продукції, зниження господарських ризиків. За допомогою стратегічних інвестицій реалізуються структурні зміни в економіці, розвиваються ключові імпортозаміщаючі виробництва або конкурентоспроможні експортно-орієнтовані галузі.

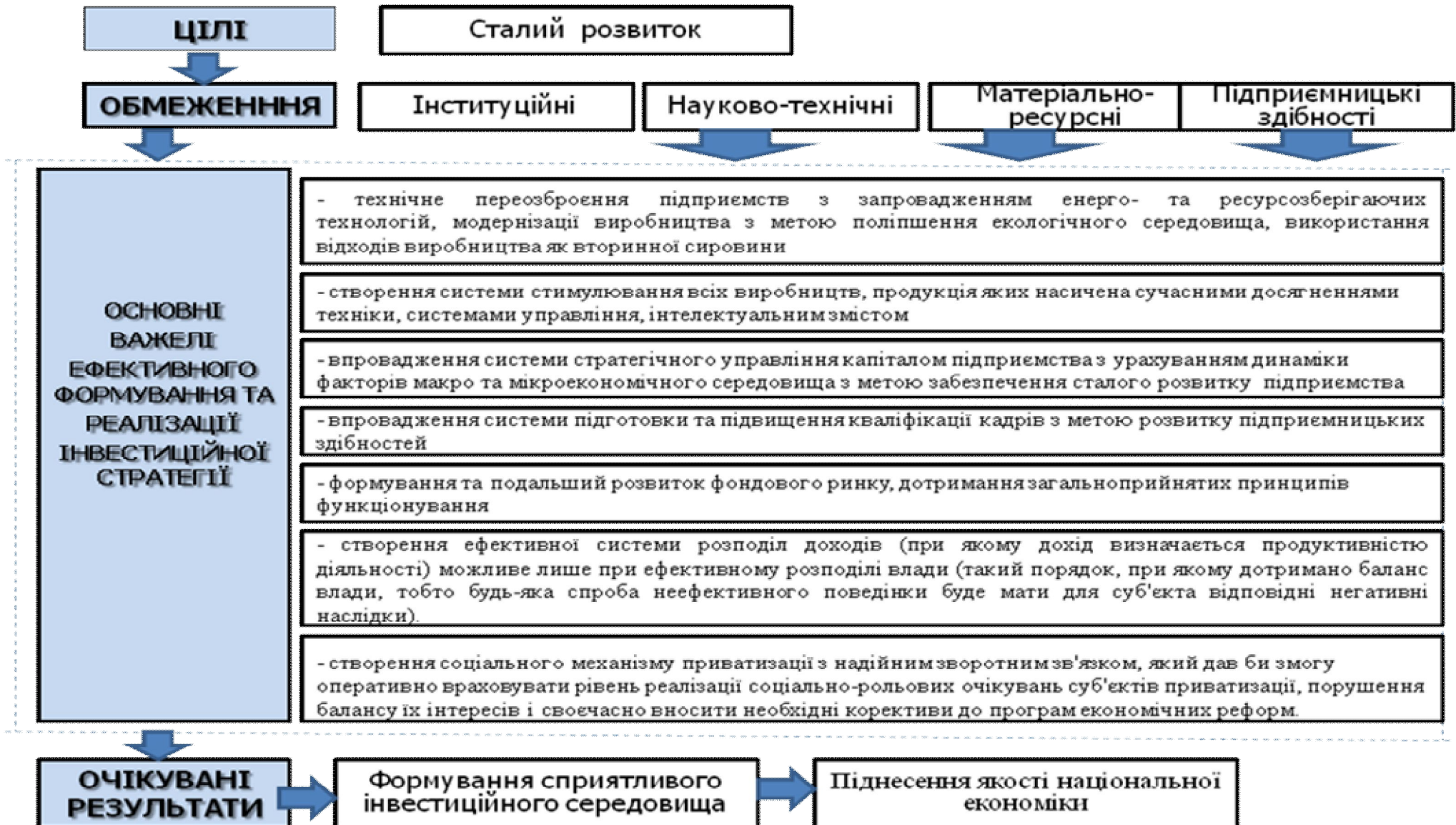


Рис. 3.14. Механізм формування моделі реалізації стратегічного управління капіталом підприємства

Висновки до розділу 3

1. Прийняття управлінських рішень на підприємстві в будь-який момент потребує необхідної інформації про минулий, поточний і майбутній стани зовнішнього та внутрішнього середовища, їх властивості й переважні тенденції. Особливо важливо мати дані щодо перебігу подій, які є основою та базою для прогнозу.

2. Головна мета розвитку виробництва машин та устаткування України - задоволення внутрішнього попиту на машинобудівну продукцію, розширення присутності на зовнішніх ринках, досягнення стратегічної прибутковості. Мету має бути досягнуто на основі перетворення машинобудування у конкурентоспроможний, ефективний, високотехнологічний і сприйнятливий до інновацій комплекс, що динамічно розвивається, інтегрований у систему міжнародного розподілу праці.

3. Оптимістичний сценарій розвитку виробництва машин та устаткування можливий лише за умови:

- технічного переозброєння з запровадженням енерго- та ресурсозберігаючих технологій, модернізації виробництва з метою поліпшення екологічного середовища, використання відходів виробництва як вторинної сировини;
- стимулювання всіх виробництв, продукція яких насичена сучасними досягненнями техніки, системами управління, інтелектуальним змістом;
- розширення випуску конкурентоспроможної продукції за якістю і ціною; освоєння нових світових ринків поставок продукції;
- здійснення фінансового оздоровлення підприємств, підвищення їх інвестиційної привабливості.
- принципового піднесення якості національної інституціональної системи, у тому числі й у сфері відносин власності;

- узгодження та інтеграції всіх елементів економічного розвитку на новому якісному рівні.

4. На основі запропонованих методичних підходів оцінки впливу інфляційних процесів, інституційного та циклічності економічних процесів було побудовано алгоритм формування інвестиційної стратегії підприємства на основі оцінки та прогнозування прибутковості капіталу. Виходячи з цього алгоритму та математичних методів було побудовано кореляційно регресійну модель прибутковості капіталу на прикладі підприємств хімічного виробництва. На основі встановлених причинно-наслідкових зв'язків між економічними явищами визначено прогноз, песимістичний сценарій та оптимістичний сценарій розвитку.

5. В зв'язку з необхідністю вдосконалення підходів, методів та принципів управління капіталом нами був розроблений механізм формування моделі реалізації стратегічного управління капіталом підприємства, було визначення макроекономічних та мікроекономічних важелів ефективного формування та реалізації інвестиційної стратегії. Ключовими важелями є створення системи стимулювання всіх виробництв, продукція яких насичена сучасними досягненнями техніки, системами управління, інтелектуальним змістом, впровадження системи підготовки та підвищення кваліфікації кадрів з метою розвитку підприємницьких здібностей, створення ефективної системи розподіл доходів (при якому дохід визначається продуктивністю діяльності).

6. Управління капіталом має передбачати вплив на його обсяг і структуру, а також джерела формування з метою підвищення ефективності його використання. Налагоджений механізм управління капіталом передбачає: чітку постановку цілей і завдань управління капіталом, а також контроль за їх дотриманням у плановому періоді; удосконалення методики визначення й аналізу ефективності використання усіх видів капіталу; розроблення напрямків оптимізації процесу управління капіталом, а також їх аналізу і впровадження; розроблення методики оперативного управління високоліквідними обіговими активами; розроблення загальної стратегії управління капіталом; використання у процесі управління економічних

методів і моделей, зокрема під час аналізу і планування; орієнтацію на використання внутрішніх важелів впливу на процес управління капіталом. Використання зазначених підходів до системи управління капіталом дозволить максимізувати ефективність господарської діяльності та забезпечити стабільне економічне зростання.

ВИСНОВКИ

Основними результатами дисертаційного дослідження є:

1. Формування інвестиційної стратегії промислових підприємств України є важливим прикладним економічним завданням. В умовах підвищення рівня конкуренції та збитковості підприємств, невизначеності та динамічності зовнішнього середовища, розширення можливостей інвестиційної діяльності з одного боку та загострення проблеми обмеженості ресурсів з іншого особливо актуально постає вирішення завдання – вдосконалення методичних підходів до оцінки і прогнозування прибутковості капіталу як інструменту прийняття інвестиційних та стратегічних рішень, спрямованих на підвищення конкурентоспроможності та ефективності розвитку підприємства.

2. Проблема управління капіталом є як практичною, так і теоретичною, оскільки з розвитком економіки об'єктивно ускладнюється розуміння змісту капіталу, інвестицій та прибутковості та механізму управління ним. В більшості випадків акцент авторів зроблений на речову складову капіталу. Однак ми спираємося на наступні теоретичні засади: жоден ресурс не має іманентної властивості капіталу, тільки будучи введеним людиною в обіг, у соціально-економічні відносини ресурс стає капіталом. В зв'язку з цим пропонується авторське уточнення поняття: капітал – це категорія, що відображає накопичений шляхом заощадження запас економічних благ, що вводиться його власником в економічний процес як інвестиційний ресурс і фактор виробництва з метою отримання доходу в системі соціально-економічних відносин. Крім того в теоріях капіталу не знайшов об'єктивного відображення один з найважливіших фактор ефективного управління капіталом – підприємницька функція. Даний фактор був введений нами в процес кругообігу капіталу. У процесі реалізації кругообігу капіталу зростає не тільки його вартість, але і підприємницькі здібності у формі досвіду, придбаних зв'язків, підвищення іміджу як власника капіталу, так і його

підприємства. Підприємницькі здібності є відображенням частини соціальної складової у відносинах, що виникають у процесі кругообігу капіталу.

3. Взаємопов'язаною задачею формування інвестиційної стратегії підприємства є визначення сутності інвестицій. Незважаючи на перевагу статичного підходу до визначення об'єкту аналізу, ми вносимо авторське уточнення: інвестиції – це процес вкладення капіталу з певним ризиком і на певний період в матеріальні і нематеріальні інструменти з метою отримання прибутку або досягнення соціального ефекту.

4. Аналіз просторово-часової динаміки прибутковості підприємств дозволяє стверджувати наявність негативних тенденцій в розвитку промисловості України. Спостерігається зниження прибутковості підприємств за кожним регіоном. Це є наслідком недосконалої системи відносин між економічними суб'єктами, яка не тільки гальмує розвиток економіки України, але й руйнує її потенціал. Орієнтація власників підприємств на отримання максимального прибутку в короткостроковій перспективі призвела до загрози існування підприємства в майбутньому. Приведені розрахунки в статті дозволяють зробити висновок про нижчий рівень прибутковості вітчизняних машинобудівних підприємств порівняно з підприємствами інших країн. Однак хімічна галузь за показником прибутковості активів та рівнем прибутковості інвестованого капіталу має середнє значення порівняно з іноземними підприємствами.

5. Проведений аналіз особливостей становлення та зміни прибутковості українських підприємств на основі інституціонального підходу дозволяє зробити наступні висновки: в інституційних змінах домінують еволюційні процеси, які залежать від попередньої траєкторії розвитку країни. Було б помилково вважати, що тільки форсований постіндустріальний розвиток виявиться для України шляхом переходу на траєкторію стабільного росту. В той же час зволікання з економічними реформами та інституційною розбудовою української держави гальмує не тільки розвиток суспільства та промисловості, але й знищує його потенціал.

Прискорення інституціональних змін можливе лише при активній участі держави у цьому процесі шляхом імпорту ефективних інститутів та адаптації механізмів їх впровадження з урахуванням специфіки української інституційної матриці. Слід розуміти, що сучасний розвиток України є трансформаційним тому об'єктивно має місце економічній неефективності, «ринковим провалам» та рентоорієнтованій поведінці.

6. Центральним місцем при розробці інвестиційної стратегії підприємства є аналіз методичних підходів до оцінки та прогнозування прибутковості капіталу. Нами було систематизовано, визначено переваги та недоліки існуючих методичних підходів. Визначено: методологія прибутковості капіталу зробила за останні роки значний стрибок розвитку. В той же час, існує перевага статичного і вузько-локального підходу до оцінки прибутковості капіталу. У працях значну увагу приділено застосуванню традиційних підходів до аналізу ефективності інвестованого капіталу. Існує проблема «технічного» підходу до вирішення завдань інвестиційного і фінансового аналізу без аналітичного виявлення причинно-наслідковиз зв'язків, а також взаємообумовленості економічних процесів в макро - і мікросередовищі. Однак інструментарій оцінки і прогнозування прибутковості капіталу не повинен бути пасивний, а спрямований на автоматичне моделювання вихідних параметрів для підвищення віддачі, оптимізувати як соціальний, так і економічний ефект.

7.3 метою вдосконалення методичних підходів до оцінки та прогнозування капіталу, нами було побудовано систему факторів, що впливають на зміну прибутковості капіталу підприємств та визначено причинно-наслідкові зв'язки між ними. Ми вбачаємо складність детального розгляду всіх факторів, що впливають на прибутковість капіталу в межах однієї роботи. Тому виділяємо наступні фактори важливі для аналізу та в той же час, вимагають додаткового розвитку теоретичної бази:

перше – інституційне середовище;

друге - інфляційні процеси,

третєе - циклічність економічних процесів.

8. Як показують результати дисертаційного дослідження, першопричиною ситуації, що склалася на промислових підприємствах України є недосконала система взаємовідносин між економічними суб'єктами та історично створена неефективність інституційних рамок українського суспільства.

Нами було систематизовано механізм впливу ідеологічних, політичних та економічних інститутів на прибутковість капіталу підприємства через систему рентоорієнтованих відносин, породжених неефективністю інституцій. Та визначено основні макро- та мікроекономічні інструменти підвищення ефективності діяльності промислових підприємств. Зроблений висновок: для покращення діяльності промислових підприємств необхідно на законодавчому рівні створити умови, при яких дохід на капітал буде встановлюватися відповідно до його продуктивності, а «пошук ренти» перетворити на «пошук прибутку».

9. Дослідження впливу інфляційних процесів на прибутковість капіталу здійснювалося в два етапи. На першому етапі було визначено якісний вплив інфляції на макро-та мікросистеми. Зроблений висновок в залежності від конкретних умов інфляція може розглядатися як позитивний так і негативний фактор. Другим етапом було використання модель Савчука, як, на наш погляд, найбільш прийняттого підходу для визначення прибутковості капіталу. Модель дозволяє визначати прибутковість з можливістю аналізу факторів, що впливають на нього. Виділення в розрахункових співвідношеннях окремо власного та позичкового капіталу дозволяє здійснювати більш глибокий аналіз впливу умов фінансування інвестиційного проекту на результуючий показник. Дана модель була нами модифікована введено параметр інфляції. На основі розробленого інструментарію були зроблені наступні висновки:

10. Інфляція завжди знижує прибутковість власних коштів, інвестованих в проект, і складним чином впливає на даний показник для позикових ресурсів. Зниження прибутковості власних коштів тим більше, чим вище рівень інфляції.

Для позикових ресурсів існує оптимальний рівень інфляції, при якому величина прибутковості позикових коштів досягає свого максимального значення. Дане явище можна пояснити тим, що при низьких рівнях інфляції швидкість генерації інвестиційним проектом маси грошових коштів (під впливом зростання інфляції) вище швидкості росту відсотків по кредиту. При подальшому збільшенні індексу інфляції співвідношення вказаних швидкостей змінюється на протилежне.

11. Як показують результати дисертаційного дослідження, об'єктивний характер економічних циклів дозволяє суттєво вдосконалити методичні підходи до прогнозування прибутковості. Нами було розроблено загальну прогностичну методику на основі виділення фаз економічного циклу. Її використання дозволить підприємству прогнозувати перебіг макроекономічних процесів та правильно позиціонувати свою діяльність відповідно до фази економічної хвилі.

12. На основі запропонованих методичних підходів оцінки впливу інфляційних процесів, інституційного та циклічності економічних процесів було побудовано алгоритм формування інвестиційної стратегії підприємства на основі оцінки та прогнозування прибутковості капіталу. Виходячи з цього алгоритму та математичних методів було побудовано кореляційно регресійну модель прибутковості капіталу на прикладі підприємств хімічного виробництва. На основі встановлених причинно-наслідкових зв'язків між економічними явищами визначено прогноз, песимістичний сценарій та оптимістичний сценарій розвитку.

13. На основі запропонованих методичних підходів оцінки впливу інфляційних процесів, інституційного та циклічності економічних процесів було побудовано алгоритм формування інвестиційної стратегії підприємства на основі оцінки та прогнозування прибутковості капіталу. Виходячи з цього алгоритму та математичних методів було побудовано кореляційно регресійну модель прибутковості капіталу на прикладі підприємств хімічного виробництва. На основі встановлених причинно-

наслідкових зв'язків між економічними явищами визначено прогноз, песимістичний сценарій та оптимістичний сценарій розвитку.

14.В зв'язку з необхідністю вдосконалення підходів, методів та принципів управління капіталом нами був розроблений механізм формування моделі реалізації стратегічного управління капіталом підприємства, було визначення макроекономічних та мікроекономічних важелів ефективного формування та реалізації інвестиційної стратегії. Ключовими важелями є створення системи стимулювання всіх виробництв, продукція яких насичена сучасними досягненнями техніки, системами управління, інтелектуальним змістом, впровадження системи підготовки та підвищення кваліфікації кадрів з метою розвитку підприємницьких здібностей, створення ефективної системи розподіл доходів (при якому дохід визначається продуктивністю діяльності)

15.Управління капіталом має передбачати вплив на його обсяг і структуру, а також джерела формування з метою підвищення ефективності його використання. Налагоджений механізм управління капіталом передбачає: чітку постановку цілей і завдань управління капіталом, а також контроль за їх дотриманням у плановому періоді; удосконалення методики визначення й аналізу ефективності використання усіх видів капіталу; розроблення напрямків оптимізації процесу управління капіталом, а також їх аналізу і впровадження; розроблення методики оперативного управління високоліквідними обіговими активами; розроблення загальної стратегії управління капіталом; використання у процесі управління економічних методів і моделей, зокрема під час аналізу і планування; орієнтацію на використання внутрішніх важелів впливу на процес управління капіталом. Використання зазначених підходів до системи управління капіталом дозволить максимізувати ефективність господарської діяльності та забезпечити стабільне економічне зростання.

Список використаної літератури

- ¹ Самуэльсон П. Экономикс / Пол А. Самуэльсон, В.Д. Нордхаус; Пер. Леонид Степанович Тарасевич. – М.: НПО "Алгон", 1994. – 642 с.
- ² Пономаренко В. С. Стратегічне управління підприємством: монографія / Володимир Степанович Пономаренко. – Х.: Основа, 1999. – 619 с.; рис.
- ³ John R. Hicks. Value and Capital: An Inquiry into Some Fundamental Principles of Economic Theory. Oxford: Clarendon Press.- 1939. -10 p.
- ⁴ Антология экономической классики Вильям Петти, Адам Смит, Давид Риккардо. – М. : Изд-во "ЭКОНОВ" – "Ключ", 1993. – 475 с.
- ⁵ Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе / Пер. с англ. — М.: Дело ЛТД, 1993.
- ⁶ Маршам А. Принципи зкономической науки / Пер. с англ. - М.: Прогресе, 1993.
- ⁷ Макконнелл К.Р. Экономикс: принципы, проблемы, политика : пер с англ. – 11-е изд. / К.Р. Макконнелл, С.Л. Брю. – К. : ХаГар, 1998. – 785 с.
- ⁸ Мирошниченко Ю.А. К вопросу о природе происхождения дохода на капитал// Весник СумГУ (Серия Экономика). - №2. – Том 2. – 2008. – С. 203 - 212.
- ⁹ Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег. Избранное //Антология экономической мысли. – ЭКСМО, 2007.- 960 с.
- ¹⁰ Вечканов Г.С., Вечканова Г.Р. Макроэкономика. Издательство: Питер. – 2008. – 237 с. ISBN: 978-5-388-00461-1
- ¹¹ Даль В. И. Толковый словарь русского языка. Современная версия. — М.: Изд-во Эксмо, 2002. — 736 с.
- ¹² Великий тлумачний словник сучасної української мови / Уклад. і голов. ред. В. Т. Бусел. — К.: Ірпінь, ВТФ “Перун”, 2004. — 1440 с.
- ¹³ Бернар И., Колли Ж.–К. Толковый экономический и финансовый словарь. Французская, русская, английская, немецкая, испанская терминология: В 2-х тт. – Пер. с фр. – М.: Международные отношения, 1994. — С. 784.

- ¹⁴ Бланк И. А. Управление прибылью. — 2-е изд., расш. и доп. — К.: Ника-Центр, Эльга, 2002. — 752 с.
- ¹⁵ Брігхем Є.Ф. Основи фінансового менеджменту: Пер. з англ. — Київ: Молодь, 1997. — 1000 с.
- ¹⁶ Бойчик І. М. Економіка підприємства: Навч. посіб. — К.: Атіка, 2004. — 480 с.
- ¹⁷ Опарін В. М. Фінанси (Загальна теорія): Навч. посібник. — 2-ге вид., доп. і перероб. — К.: КНЕУ, 2001.— 240 с.
- ¹⁸ Дзюбенко Л. М. Прибутковість як основа стабільного розвитку акціонерного товариства // Ринок цінних паперів України. — 2005. — № 11—12. — С. 45—51.
- ¹⁹ Дзюбенко Л. М. Організаційно—економічні передумови формування прибутковості підприємства // Формування ринкової економіки: Зб. наук. праць. Заснов. у 1992 р. Вип. 16 . — К.: КНЕУ, 2006. — С. 142—150.
- ²⁰ Барабаш Н. С. Аналіз господарської діяльності: Навч. посіб. / Київський національний торговельно-економічний ун-т. — К. : КНТЕУ, 2005. — 396с.
- ²¹ Гайдис Н.М. Фінансовий аналіз : навч.-метод. посібн. / Н.М. Гайдис. — Львів : Вид-во. ЛБІ НБУ, 2006. — С. 414
- ²² Макаревич Л.М. Управление эффективностью компании: надежная гарантия прибыльного бизнеса. — М.: ООО «Вершина», 2004. — 192 с
- ²³ Кіндрацька Г.І., Білик М.С., Загородній А.Г. Економічний аналіз: теорія і практика: Підручник/ За ред. проф. А.Г. Загороднього. — Львів: „Магнолія Плюс”, 2006. — 428 с.
- ²⁴ Лахтіонова Л. А. Фінансовий аналіз суб'єктів господарювання. — К.: КНЕУ, 2001. — 387 с.
- ²⁵ Англо-русский экономический словарь: Ок. 70 000 терминов / Под ред. А. В. Аникина. — М.: Рус. яз., 1981. — 792 с.
- ²⁶ Райзберг Б. А., Лозовский Л. Ш., Стародубцева Е. Б. Современный экономический словарь. — М.: ИНФРА – М, 1997. — 496 с.

-
- ²⁷ Большой экономический словарь / Под ред. А. Н. Азрилияна. — 4-е изд. доп. и перераб. — М.: Институт новой экономики, 1999. — 1248 с.
- ²⁸ *Эйлон Б.Голд*. Система показателей эффективности производства. — М.: Экономика, 1980. — 250 с.
- ²⁹ Гайдис Н.М. Фінансовий аналіз : навч.-метод. посібн. / Н.М. Гайдис. — Львів : Вид-во. ЛБІ НБУ, 2006. — С. 414
- ³⁰ Политическая экономия: Словарь / Под ред. М. И. Волкова и др. — 3-е изд., доп. — М.: Политиздат, 1983. — 527 с.
- ³¹ Андрійчук В. Г. Ефективність діяльності аграрних підприємств: теорія, методика, аналіз: Монографія. — К.: КНЕУ, 2005. — 292 с.
- ³² Мирошниченко Ю.О. Стратегічна прибутковість капіталу: поняття та методичні підходи до її оцінки та прогнозування. Збірник тез економічної наукової інтернет-конференції «Наукові здобутки на шляху до удосконалення економічної системи» 7 жовтня 2010 р. - Тернопіль. - с. 23-28.

- ³³Зятковський І.В. Фінанси підприємств. – К.: Кондор, 2003. – 364 с.
- ³⁴Ковалев В.В. Финансовый анализ. Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. – М.: Финансы и статистика, 1998. – 512 с.
- ³⁵Орлов О.А., Рясных Е.Г. Маржинальная прибыль в экономических расчетах на промышленных предприятиях. – К.: Издательский дом “Скарбы”, 2003. – 132 с.
- ³⁶Мец В.О. Економічний аналіз фінансових результатів та фінансового стану підприємства: Навч. посіб. – К.: Вища шк., 2003. – 278 с.
- ³⁷Мних Є.В. Економічний аналіз: Підручник. – Київ: Центр навчальної літератури, 2003. – 412 с.
- ³⁸Ришар Ж. Аудит и анализ хозяйственной деятельности предприятия / Пер.с франц. под ред. Л.П.Белых. – М.: Аудит, ЮНИТИ, 1997. – 375 с.
- ³⁹Бланк И.А. Управление прибылью. – К.: Ника-Центр, 1998. – 544 с.
- ⁴⁰Дайле А. Практика контроллинга. Пер. с нем. / Под ред. и с предисл. М.Я. Хунашевича, Е.Н. Тихоненковой. – М.: Финансы и статистика, 2001. – 336 с.
- ⁴¹Бернар И., Колли Ж.–К. Толковый экономический и финансовый словарь. Французская, русская, английская, немецкая, испанская терминология: В 2-х тт. – Пер. с фр. – М.: Международные отношения, 1994. — С. 784.
- ⁴²Дзюбенко Л. М. Оцінка прибутковості підприємства // Проблеми формування ринкової економіки: Міжвідомчий науковий збірник. Заснов. у 1992 р. Вип. 7 / Відп. ред. С. Ф. Покропивний. — К.: КНЕУ, 1999. — С. 110—115.
- ⁴³Мирошниченко Ю.О. Використання матрично-структурного підходу при прогнозуванні прибутковості капіталу підприємства. Зб. наук. пр. І Мужнародної науково-практичної конференції "Інформаційні технології та моделювання в економіці"; Черкаси, 19-21 травня 2009 р. / Редкол.: Соловійов В.М. (відп за випуск) та ін. - Черкаси:Брама_Україна, 2009. - С. 149-151.
- ⁴⁴Портер М. Международная конкуренция / Пер. с англ. – М.: Международные отношения, 1993. – 893 с.
- ⁴⁵Чорна Л.О. Набуття конкурентних переваг підприємств при побудові

взаємовідносин в каналах розподілу // Регіональна бізнес-економіка та управління. – 2006. – № 10. – С. 86-89.

⁴⁶ Ансофф И. Стратегическое управление: Сокр.пер. с англ. / Науч. ред. и авт. предисл. Л.И. Евенко. – М.: Экономика, 1989. – 519 с.

⁴⁷ Modigliani F., Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment // American Economic Review. – 1958. – № 48. – P. 261-297.

⁴⁸ Василенко В.О. Антикризове управління підприємством. – Київ: ЦУЛ, 2003. – 504 с.

⁴⁹ Хмелевський О.В. Нові парадигмальні риси прибутковості промислового підприємства в умовах активізації підприємництва // Вісник Львівської державної фінансової академії: збірник наукових статей. Економічні науки. – Львів: ЛДФА, 2005. – № 7. - С. 102-109.

⁵⁰ Брігхем Є. Ф. Основи фінансового менеджменту / Пер. з англ. — К.: Молодь, 1997. — 1000 с.

⁵¹ Павлова Л.Н. Финансовый менеджмент. Управление денежным оборотом предприятия: Учебник для вузов. - М.: ЮНИТИ, 1995. - 400 с.

⁵² Павлова Л.Н. Финансовый менеджмент. Управление денежным оборотом предприятия: Учебник для вузов. - М.: ЮНИТИ, 1995. - 400 с.

⁵³ Основи економічної теорії: політекономічний аспект: Підручник / Г. Н. Климко, В. П. Нестеренко, Л. О. Каніщенко та ін.; За ред. Г. Н. Климка, В. П. Нестеренка. — 2-ге вид., перероб. і допов. — К.: Вища шк. — Знання, 1997. — 743 с.

⁵⁴ Зазимко А. З. Політична економія: Структурно-логічний навч. посіб. — К.: КНЕУ, 2005. — 358 с.

⁵⁵ Алексеенко Л.М. Экономический словарь: банковское дело, фондовый рынок (украинско-англо-русский толковый словарь) / Л.М. Алексеенко, В.М. Олексиенко, А.И. Юркевич. – К.: Издательский дом “Максимум”, 2000. – 592 с.

- ⁵⁶ Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь. — 3-е изд., испр. М.: ИНФРА-М, 2001. 481 с.
- ⁵⁷ Мирошниченко Ю.А. Методические проблемы учета макро- и микроэкономических процес сов при оценке эффективности инвестиций. Матеріали I міжнародної науково-практичної конференції «Інноваційно-інвестиційна модель розвитку національної економіки» (м. Донецьк, 26 лютого 2008 р.). – С. 272 -276.
- ⁵⁸ Мирошниченко Ю.А. Систематизація форм проявлення фактора времени при прогнозировании дохода на капитал. Труды IV міжнародній науково-практичній конференції «Дослідження та оптимізація економічних процесів «Оптимум-2008» (м. Харків, 3-5 грудня 2008 р.) С. 79-80
- ⁵⁹ Арсланова З., Лившиц В. Принципы оценки инвестиционных проектов в разных системах хозяйствования // Инвестиции в России. — 2005. — ¹ 1–2.
- ⁶⁰ Машинобудування в Україні: тенденції, проблеми, перспективи. /Під заг. ред. чл.-кор. НАН України Б.М. Данилишина. - Ніжин: ТОВ "Видавництво "Аспект-Поліграф", 2007 - 308 с.
- ⁶¹ Розміщення продуктивних сил і регіональна економіка [Текст] : навч. посібник / В.І. Лишиленко . – К. : ЦУЛ, 2006 . – 325 с. – На укр. яз. – ISBN 966-364-358-0
- ⁶² Статистичний щорічник за 2007 рік. – К.Держкомстат України, 2008. – 558 с.
- ⁶³ Барташевська Ю.М. Розвиток машинобудування України: стан, проблеми, перспективи / Ю.М. Барташевська // Європейський вектор економічного розвитку. – 2010 – № 1 (8). – С. 19–25.
- ⁶⁴ www.academia.org.ua/ Експертна група АЦ «Академія» з питань соціально-економічної політики. Вступ України до СОТ : можливі наслідки й загрози для українського підприємництва.
- ⁶⁵ Мирошниченко Ю.О. Визначення інвестиційної стратегії підприємств хімічної та машинобудівної галузі. Матеріали міжнародної науково-практичної конференції «Макроекономічне регулювання інвестиційних

процесів та впровадження стратегії інновативно-інноваційного розвитку в Україні» (м. Київ, 23 жовтня 2008 р.). – С.293-298.

⁶⁶ Мирошниченко Ю.О. Просторово-часова динаміка прибутковості промислових підприємств України // Науковий вісник Буковинської державної фінансової академії: Збірник наукових праць. Вип. 3 (16): Економічні науки. – Чернівці, Технодрук, 2009. - С. 282 - 293.

⁶⁷ Мирошниченко Ю.О. Проблеми розвитку промисловості України в умовах євро інтеграції. Матеріали Ювілейної міжнародної науково-практичної конференції «Проблеми і перспективи розвитку національної економіки в умовах євро інтеграції та світової фінансово-економічної кризи» (м. Чернівці, 22-23 жовтня 2009 р.). –С. 74 -76.

⁶⁸ Селигмен, Б. Основные течения современной экономической мысли
Издательство: М.: Прогресс. 1986. С. 89-104

⁶⁹ Веблен Т. Теория праздного класса: экономическое исследование институций. Издательство: Прогресс. -1984. – с. 104

⁷⁰ Уильямсон О. Экономические институты капитализма. Спб., 1996. С.48.

⁷¹ Норт Д. Институції, інституційна зміна та функціонування економіки/ Пер. з англ. І. Дзюб. - К: Основи, 2000. – 198 с.

⁷² Норт Д. Институції, інституційна зміна та функціонування економіки/ Пер. з англ. І. Дзюб. - К: Основи, 2000. – 198 с.

⁷³ Белокрылова О.С. Институциональные особенности распределения доходов в переходной экономике / О.С. Белокрылова, В.В. Вольчик, А.А. Мурадов. - Ростов н/Д: Изд-во Рост. ун-та, 2008.

⁷⁴ Белокрылова О.С. Институциональные особенности распределения доходов в переходной экономике / О.С. Белокрылова, В.В. Вольчик, А.А. Мурадов. - Ростов н/Д: Изд-во Рост. ун-та, 2008.

⁷⁵ Белокрылова О.С. Институциональные особенности распределения доходов в переходной экономике / О.С. Белокрылова, В.В. Вольчик, А.А. Мурадов. - Ростов н/Д: Изд-во Рост. ун-та, 2008.

-
- ⁷⁶ Городецкий А. Об основах институциональной трансформации / А. Городецкий // Вопросы экономики, № 10, 2008. - С. 123-133.
- ⁷⁷ Кирдина С.Т. Институциональная модель политической системы в России // Куда идет Россия?. Кризис институциональных систем: Век, десятилетие, год / Под ред. Т.И.Заславской. М.: Логос, 1999. С. 79-84.
- ⁷⁸ Дементьев В. В. Новий інституціоналізм в Україні: основні напрями та перспективи досліджень . Історія нар. госп-ва та екон. думки України. 2007. Вип. 39-40.
- ⁷⁹ Биконя С.Ф. Трансформація української економіки в аспекті нової інституціональної теорії // Науч. тр. Донецк. нац. техн. ун-та. – Серия экономическая. – Вып. 89-2. – Донецк, 2005.
- ⁸⁰ Гайдай Т. В. Інституційно-еволюційний підхід у дослідженні суті та суперечностей перехідних економік // Науч. тр. Донецк. нац. техн. ун-та. – Серия экономическая. – Вып. 89-1. – Донецк, 2005.
- ⁸¹ Круш П. В., Максименко І. А. Нова інституціональна теорія і трансформаційні процеси в економіці України // Науч. тр. Донецк. нац. техн. ун-та. – Серия экономическая. – Вып. 55. – Донецк, 2003.
- ⁸² Тамилина Л. В. Исследование роли институциональных детерминантов экономического роста в странах с переходной экономикой // Постсоветский институционализм. – Донецк: Изд-во «Каштан», 2005. – С. 309-325.
- ⁸³ Носова О В. Институциональные противоречия переходной экономики // Экон. теория. – 2004. – № 3.
- ⁸⁴ Сараева И Н. Институциональные проблемы предпринимательского сектора экономики: системно-методологический поход. – Одесса, 2002.
- ⁸⁵ Бочан И. Институциональная теория развития частного сектора экономики Украины // Экономика Украины. – 2003. – № 10.
- ⁸⁶ Малый И.И. Институциональные изменения распределения экономических факторов в транзитивной экономике // Экон. теория. – 2004. – № 1.

-
- ⁸⁷ Лазня І.В. Відносини власності в умовах формування ринкової економіки в Україні. – К.: Логос, 1997.
- ⁸⁸ Рибалкін В. О., Лазня І. В. Теорія власності. – К.: Логос, 2000.
- ⁸⁹ Григорян Г. М. Собственность: история и современность. – Харьков, 2002.
- ⁹⁰ Фесечко В. В. Собственность: сущность, форма, содержание. – Донецк, 2003.
- ⁹¹ Прутська О. О. Інституціоналізм і проблеми економічної поведінки в перехідній економіці. – К.: Логос, 2003.
- ⁹² <http://www.weforum.org>
- ⁹³ <http://www.weforum.org>
- ⁹⁴ Прутська О.О. Інституціоналізм і проблеми економічної поведінки в перехідній економіці. – К.: Логос, 2003. – 256 с. – Бібліогр.: с.248 – 256 (автореф)
- ⁹⁵ Ослунд А. Строительство капитализма: рыночная трансформация стран бывшего советского блока. М., «Логос», 2003, с. 23.
- ⁹⁶ Прутська О.О. Інституціоналізм і проблеми економічної поведінки в перехідній економіці. – К.: Логос, 2003. – 256 с. – Бібліогр.: с.248 – 256
- ⁹⁷ Завершальний етап приватизації в Україні / О.Й. Пасхавер, Л.Т. Верховодова, Т.Є. Воронкова, Н.В. Терещенко. В надзаг.: Центр економічного розвитку. — К.: «Міленіум», 2003. — 78 с.
- ⁹⁸ Українська приватизація: плюси і мінуси / під ред. Пасхавера О.Й. – К.: “Альтерпрес”, 2001. – 208 с.
- ⁹⁹ Приватизація та банкрутство підприємств державної власності в Україні. Київ: Консультаційний проект Уряду Німеччини з питань приватизації в Україні. Липень 2003 р. – 22 с.
- ¹⁰⁰ Дубровський В., Пасхавер О., Верховодова Л., Блащик Б. Умови завершення приватизації в Україні. Аналітичний звіт та рекомендації для Державної програми приватизації. – Варшава, Київ. – 2007 . – 94 с.

¹⁰¹ Удосконалення корпоративного управління в Україні в контексті світового досвіду: автореф. дис... канд. екон. наук: 08.00.02 / Д.М. Русак; Київ. нац. ун-т ім. Т.Шевченка. — К., 2008. — 21 с.

¹⁰² Болдирев І.А., Бакланова О.Г. Десятиріччя реформ: деякі підсумки та перспективи.// Вісник соціально-економічних досліджень Вип. 8, ч. 1 / ОДЕУ. - Одеса: АТЗТ ІРЕНТТ. - 2001. - С. 80-82

¹⁰³ Гальчинський А. Власність яка вона є. Чи зможемо подолати глибоку деформованість? — Дзеркало тижня, 30 вересня 2000 р.; <http://www.zn.kiev.ua/nn/show/311/28597/>.

¹⁰⁴ Мирошниченко Ю.А., Литвиненко Е.А. Воздействие кредитной деятельности банков на эффективность функционирования экономических макро- и микросистем. Тези доповідей науково-технічної конференції викладачів, співробітників, аспірантів і студентів факультету економіки та менеджменту «Економічні проблеми сталого розвитку» (19-23 квітня 2010). Ч-2. – С.40-42.

¹⁰⁵ Внутренний предиктор СССР. Краткий курс. концепция общественной безопасности. Санкт-петербург 2004 г. – 121 с.

¹⁰⁶ Людаев В. Банки - враги экономики?// “Еженедельник “2000”” № 47/11.08 г. [<http://financeanalytic.com/articles/article1/comment-page-3/>]

¹⁰⁷ взято з <http://www.ukrstat.gov.ua>

¹⁰⁸ М.Фридмен. Если бы деньги заговорили/ Фридмен Милтон; Пер.с англ.;Акад.нар.хоз-ва при Правительстве РФ. - М. : ДЕЛО, 1998. - 157 с.

¹⁰⁹ Найман М. Теоретична політична економія і макроекономічна теорія: зайнятість, інфляція, платіжний баланс. – Мюнхен: Франц Вален. – 1996. – 369 с.

¹¹⁰ Самуельсон П., Нордгауз В. Економіка. - К.: Техніка, 1994.-216 с.

¹¹¹ Экономика. С. Фишер, Р. Дорнбуш, Р. Шмалензи. Пер. со 2-го англ. изд. - М.: Дело ЛТД, 1995. — 864 с.

¹¹² С. Росс, Р. Вестерфилд, Б. Джордан; Общ. ред. пер. Ю. В . Шленов. - М. : Лаб. Базовых Знаний, 2000. - 719 с.

- ¹¹³ А.А. Томпсон-мл. и А.Дж. Стрикленд Ш. Стратегический менеджмент. Концепции и ситуации для анализа. Изд. дом "Вильямс". – 2006. – 928 с.
- ¹¹⁴ Хан Д. ПИК: Планирование и контроль: концепция контроллинга. Издательство: Финансы и статистика, Москва Год: 1997
- ¹¹⁵ Балабанов И.Т. Инфляция у світі. – М.: Финансы і статистика, 1993. – С. 14.
- ¹¹⁶ Балабанов И.Т. "Основы финансового менеджмента. Как управлять капиталом?". - М.: Финансы и статистика, 1994.
- ¹¹⁷ Балабанов И. Т. Анализ и планирование субъектов хозяйствующего субъекта: Учеб. пособие. - М.: Финансы и статистика, 1994. - 80 с.
- ¹¹⁸ Коршикова Р. Вплив інфляції на фінансову звітність підприємств / Р. Коршикова // Бухгалтерський облік і аудит. – 2000. – № 12. – С. 22-28.
- ¹¹⁹ Лучко М.Р. Бухгалтерський облік в управлінні бізнесом: зарубіжний досвід / Лучко М.Р. – К.: "Облікінформ", 1997. – 144 с.
- ¹²⁰ Бухгалтерський облік: Навч.-метод. посібник для самост. вивч. дисц. / Л. Г. Ловінська, Л. В. Жилкіна, О. М. Голенко та ін. — К.: КНЕУ, 2002. — 370 с.
- ¹²¹ Мазур М.В. Оцінювання впливу інфляції на фінансові результати діяльності підприємств / М.В. Мазур // Збірник наукових праць Науково-технічного комплексу статистичних досліджень. – К.: Видавничий центр Держкомстату України, 2004. – Вип.6. – 270. – С 155-159.
- ¹²² Баканов М.И., Шеремет А.Д. "Теория экономического анализа". Учебник. - М.: Финансы и статистика, 1996г. - 288 с.
- ¹²³ Шеремет М. Аналіз активів підприємства в умовах інфляції.: науков. записки кафедри бухгалтерського обліку і аудиту в сільському господарств. ["Проблеми реформування економіки, обліку, контролю та аналізу підприємств"] / М. Шеремет. – Тернопіль, 1999. – Випуск 1. – 223 с., С. 57-160.
- ¹²⁴ Громова Е.В. Оценка эффективности инвестиционных проектов с учетом фактора инфляции.
- ¹²⁵ Финансы. / Под ред. В. М. Родионовой. - М.: Финансы и статистика, 1995. - 432 с.

-
- ¹²⁶ Финансовый менеджмент: теория и практика. Ковалев В.В. 2-е изд., перераб. и доп. - М.: ТК Велби, Проспект, 2007. — 1024 с.
- ¹²⁷ Родионова В.М., Федотова М.А. Финансовая устойчивость предприятия в условиях инфляции, М.:Перспектива, 1998. - 327 с.
- ¹²⁸ Ковалев В.В. "Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчётности." - М.: Финансы и статистика, 1996. - 432 с.
- ¹²⁹ Савчук А.В. Анализ эффективности инвестиционных проектов и экономических условий их реализации. – Одесса, Институт проблем рынка и экономико–экологических исследований НАН, Украины, 2000. – 176 с.
- ¹³⁰ A.Stockman 'Anticipated Inflation and the Capital Stock in a Cash-in-Advance Economy', *Journal of Monetary Economics*, 1981, pp. 387 – 393.
- ¹³¹ R. Lucas 'On Mechanics of Economic Development', *Journal of Monetary Economics*, 1988, pp. 3 – 42.
- ¹³² J. Fuhrer, G. Moor 'Inflation Persistence', *Quarterly Journal of Economics*, 1995, vol. 110, pp. 127 – 159.
- ¹³³ J. Anders, I. Hernando 'Does Inflation Harm Economic Growth? Evidence from the OECD', *NBER Working Papers*, 1997, No. 6062.
- ¹³⁴ KI SEOK LE E a n d SHAWN NI Inflation uncertainty and real economic activities *Applied Economics Letters*, 1995, **2**, 460–462
- ¹³⁵ Sarel, M. (1996). Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth. *IMF Staff Papers*, 43, pp.199-215.
- ¹³⁶ Sepehri, A., Moshiri, S. (2004). Inflation-Growth Profiles Across Countries; Evidence from Developing and Developed Countries. *International Review of Applied Economics*, v.18, N.2, April, 191-207.
- ¹³⁷ DANIEL M. BOLTON and W. ROBERT J. ALEXANDER* The differing consequences of low and high rates of inflation *Applied Economics Letters*, 2001, **8**, 411± 414
- ¹³⁸ Sepehri, A., Moshiri, S. (2004). Inflation-Growth Profiles Across Countries; Evidence from Developing and Developed Countries. *International Review of Applied Economics*, v.18, N.2, April, 191-207.

- ¹³⁹ Балабанов І.Т. Інфляція у світі. – М.: Фінанси і статистика, 1993. – С. 14.
- ¹⁴⁰ Балабанов І.Т. Основи фінансового менеджмента: Як управлять капиталом? - М., 1995. - 383с.
- ¹⁴¹ Балабанов І. Т. Анализ и планирование субъектов хозяйствующего субъекта: Учеб. пособие. - М.: Финансы и статистика, 1994. - 80 с.
- ¹⁴² Коршикова Р. Вплив інфляції на фінансову звітність підприємств / Р. Коршикова // Бухгалтерський облік і аудит. – 2000. – № 12. – С. 22-28.
- ¹⁴³ Лучко М.Р. Бухгалтерський облік в управлінні бізнесом: зарубіжний досвід / Лучко М.Р. – К.: “Облікінформ”, 1997. – 144 с.
- ¹⁴⁴ Бухгалтерський облік: Навч.-метод. посібник для самост. вивч. дисц. / Л. Г. Ловінська, Л. В. Жилкіна, О. М. Голенко та ін. — К.: КНЕУ, 2002. — 370 с.
- ¹⁴⁵ Мазур М.В. Оцінювання впливу інфляції на фінансові результати діяльності підприємств / М.В. Мазур // Збірник наукових праць Науково-технічного комплексу статистичних досліджень. – К.: Видавничий центр Держкомстату України, 2004. – Вип.6. – 270. – С 155-159.
- ¹⁴⁶ Савчук А.В. Анализ эффективности инвестиционных проектов и экономических условий их реализации. – Одесса, Институт проблем рынка и экономико–экологических исследований НАН, Украины, 2000. – 176 с.
- ¹⁴⁷¹⁴⁷ Телиженко А.М., Мирошніченко Ю.А. Управление инвестициями фирмы: исследование доходности собственного и заемного капитала. Проблемы и перспективы развития банковской системы Украины: Сборник научных трудов. Т.17. – Сумы: УАБД НБУ, 2006. С. 31-39.
- ¹⁴⁸ Мирошніченко Ю.А. Параметрический анализ доходности заемного капитала. Прикладные задачи математики в механике, экономике, экологии: Материалы V международной студенческой научной конференции. – Севастополь: Издательство СевНТУ, 2007. С. 29-31.
- ¹⁴⁹ Афанасьев В.Г. Мир живого: системность, эволюция и управление / В.Г. Афанасьев. – М.: Политиздат, 1986. – 323 с.
- ¹⁵⁰ Мирошніченко Ю.О. Дослідження впливу циклічності економічних процесів на діяльність вітчизняних промислових підприємств // Управлінські

аспекти підвищення національної конкурентоспроможності /Матеріали IV міжнародної науково-практичної конкуренції 21-23 жовтня 2010 р. – Сімферополь: ВіТроПринт, 2010. – с. 160-164.

¹⁵¹ Minsky H.P. The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and An Alternative to «Standard» Theory / John Maynard Keynes. Critical Assessments. Ed. by J. C. Wood. London. 1983. P. 282-292

¹⁵² Minsky H.P. The Financial Instability Hypothesis: A Restatement / Post-Keynesian Economic Theory: A Challenge To Neo Classical Economics. Ed. by P. Arestis & T. Skouras. Brighton. 1985. P. 24-55

¹⁵³ Розмаинский И.В. «Гипотеза финансовой неустойчивости» Мински: теория делового цикла XXI века

¹⁵⁴ Кондратьев Н.Д. Избранные сочинения. – М.: Экономика, 1993.

^{clv} www.ukrstat.gov.ua

^{clvi} gcr.weforum.org