

предпринимателя. Активність і адресність в цьому вопросу сокращают временной отрезок от момента появления новшества до его коммерческой реализации.

На рынок часто смотрят, как на технико-экономическую категорию, функцией которой является простое продвижение товара до потребителя. Такая пассивная роль не свойственна рынку новшеств, поскольку он имеет существенные регулирующие функции:

- служит средоточием осуществления научно-технической политики;
- оказывает экономические воздействия на производителей новшеств (через цены, проценты, льготы и др.);
- подсказывает предпринимателям необходимость развития того или иного производителя новшества и изменение пропорций в масштабах производства новшеств;
- формирует требования (показатели) к новшествам со стороны бизнеса;
- прямо регулирует производство новшеств через активный спрос на инвестиционные товары, предназначенные для предпринимательских проектов.

Чтобы выполнять свои функции, рынок должен иметь возможность экономически воздействовать на

динамику и масштабы инноваций. Суть экономического воздействия состоит в том, что повышается или понижается интерес участников инновационного процесса к производству и реализации. Воздействие рынка зависит от возможности измерить величину стоимости категорий в соответствии с рыночной конъюнктурой и тем самым повысить или снизить интерес к новшествам. При этом цены, прибыль, процент и т.д. выполняют роль инструментов, с помощью которых рынок оказывает своё воздействие, превращая новшества в важную часть рынка факторов производства.

Основные положения теории издержек производства построены на моделях конкурентного рынка, где спрос на отдельный фактор производства достаточно эластичен, а покупатель фактора предполагает, что его приобретение никак не повлияет на цену фактора. Для рынка факторов производства экономическая рента - это разница между расходами на факторы производства и минимальной платой за них. Применительно к рынку новшеств, как части рынка факторов производства, это означает, что стоимость и цена новшества на рынке формируется под влиянием экономической результирующей взаимодействия факторов конкретного производства, а не только величинами его совокупного спроса и предложения. ■

Summary

Some aspects of the management of innovative activity. The issue is devoted to strategies of the operation of innovations under the conditions of competing market. It contains the problems of questions of organisation and function of innovation's market, process of creation and inculcation of innovation in production. The issue under consideration contains the problems of questions connecting with the organization of the innovation in the different fields and spheres of activity. Besides, the processes of the differentiation, diversification, modification and elimination of the production at the present stage of the activity of productive and market spheres are reflected in the issue.

The purpose of the issue is explanation of the importance of innovative projects in production activity, showing to readers information about channels of the inculcation of innovations. The questions of profit's estimate of innovative projects taking into consideration main characteristics of the market of innovations are expounded in the logical sequence.

The issue contains information about the main representatives of the environment of innovative market - sellers and purchasers, their interaction, possibilities ensuring the commercial deal Besides, the attention on the asymmetry of information about innovation's quality is emphasized in the article.

СТРАТЕГІЧНІ ТА ТАКТИЧНІ ПИТАННЯ ВИБОРУ ПРІОРИТЕТНИХ НАПРЯМКІВ ІНВЕСТУВАННЯ

П.М. Олексенко, Українська академія банківської справи,

О.М. Теліженко, к.е.н., Сумський державний університет

Особливість сучасного інвестиційного процесу в Україні полягає в тому, що загальний стан економіки країни характеризується глибокою кризою та суттєвим спадом виробництва. Загальна економічна ситуація для значних довгострокових інвестицій зберігається несприятливою. Водночас, за останній рік намітилися цілком конкретні макроекономічні зрушення. Насамперед це тенденція до стійкого позитивного значення процентної ставки (ставки рефінансування НБУ) в її реальному вираженні. При

її негативному значенні, тобто коли рівень інфляції перевищує значення номінальної ставки, строкові інвестиції не ефективні.

В останні роки найбільш високий рейтинг, у тому числі і з точки зору інвестиційної привабливості, мали переважно сировинні галузі промисловості і більш низький - переробні. Це, крім іншого, пояснюється тим, що сировинні галузі експортують свою продукцію і вже один факт регулярного одержання платежів дає їм явну перевагу перед

обробними галузями, що працюють, як правило, на внутрішній ринок і тому постійно мають справу з проблемою неплатежів. Але починаючи з кінця 1996 року відбувається поступова зміна рейтингу галузей щодо інвестиційної привабливості. Аналіз тенденції ринку цінних паперів свідчить, що в переробних галузях промисловості ціна акцій росте більш інтенсивно, ніж у сировинних. Доречі, подібна ситуація спостерігається і в промисловості Росії, Білорусії, Молдови. Чи свідчить це про зниження інвестиційної привабливості сировинних галузей? Однозначної відповіді, на наш погляд, тут дати неможливо.

По-перше, ринкові показники окремих вітчизняних компаній свідчать про високі потенційні можливості базових галузей промисловості та перспективність їх стратегічного інвестування. Разом з тим, відносно низьке значення основних фінансових показників у порівнянні з провідними зарубіжними компаніями говорить, з одного боку, про недооцінку акцій українських компаній, з іншого - про застарілі, високовитратні технології, що роблять суттєвий вплив на значення фінансових коефіцієнтів. По-друге, більшість товаровиробників до певного мають вичерпали резерв росту ціни акцій, довівши ціни на власну продукцію до рівня світових. Високі ж фінансові, політичні і технологічні ризики в умовах України не дозволяють забезпечити суттєвого залучення зовнішніх інвестицій.

Зростання курсу акцій підприємств переробних галузей промисловості свідчить про позитивні структурні зміни в економіці країни і підвищення уваги з боку іноземних інвесторів до високотехнологічних виробництв. По-перше, це пов'язано із зміною загальної тенденції капіталовкладень у напрямку фінансування більш ефективних технологій. По-друге, високий знос основних виробничих фондів обумовлює підсилення уваги до виробництва засобів виробництва.

При розробці стратегічних планів інвестиційної діяльності варто враховувати і ту обставину, що в умовах сучасного соціально-економічного розвитку функція пропозиції, яка звичайно виражається кривою, є прямою, рівнобіжною горизонтальній осі. Такий стан частково пояснюється тим, що використання фактичного виробничих потужностей зараз знаходиться на рівні приблизно 50 %. Виходячи з цього, збільшення виробництва може бути досягнуто на існуючих потужностях без значних додаткових витрат капітального характеру. Зрозуміло, рівень якості вітчизняної продукції в загалі не буде відповідати світовим вимогам. Але з урахуванням величезної ємності внутрішнього ринку, така ситуація цілком можлива.

Враховуючі специфічну ситуацію, що склалася з використанням виробничих потужностей, інвесторам необхідно проводити серйозні маркетингові дослідження. У теоретичному плані можлива ситуація коли ціни на готову продукцію при зміні обсягів виробництва будуть залишатися незмінними на тривалому часовому інтервалі. При цьому

підприємства, що здійснюють значні інвестиції, можуть виявитися в набагато гіршій ситуації у порівнянні з конкурентами, які відновили випуск продукції на базі законсервованих виробничих потужностей із незначною модернізацією технології.

При оцінці інвестиційних проектів необхідно виділити принаймні два типи рішень. Перший полягає в прийнятті альтернатив або відмову від них. Наприклад, при максимізації загальної віддачі, як би вона не визначалась, приймаються усі проекти, що дають позитивний результат. Другий тип - це ранжування рішень. У свою чергу він підрозділяється на два підвиди. Перший має справу із взаємовиключними проектами. Інвестиції виявляються взаємовиключними в тих випадках, коли вони забезпечують альтернативні способи досягнення того ж самого результату або використання якогось обмеженого ресурсу, але тільки не грошових коштів. Ранжування варто здійснювати і тоді, коли не вистачає трудових, фінансових або матеріальних ресурсів. Це накладає додаткові обмеження на число потенційних проектів. У такій ситуації слід намагатися вибирати ті проекти, що забезпечать максимізацію віддачі при використанні наявних дефіцитних ресурсів.

Підготовка й аналіз інвестицій у реальні активи істотно залежать і від того, до якого типу ці інвестиції належать, тобто як завдання, що стоять перед фірмою, необхідно вирішити з їхньою допомогою. Виходячи з цього усі можливі різновиди інвестицій можна звести в наступні основні групи [1].

1. Інвестиції в підвищення ефективності. Їх головною метою є створення умов для зниження витрат за рахунок заміни устаткування, навчання персоналу або переміщення виробничих потужностей у регіони з більш вигідними умовами виробництва.
2. Інвестиції в поширення виробництва. Завданням такого інвестування є поширення можливостей випуску товарів для раніш сформованих ринків у рамках вже існуючих виробництв.
3. Інвестиції в створення нових виробництв. Такі інвестиції забезпечують створення нових підприємств, які будуть випускати нові товари чи надавати нові види послуг або дозволять вийти з товарами, що вже випускаються, на нові сектори ринку.
4. Інвестиції заради задоволення вимог державних органів управління. Цей різновид інвестицій, частіш за все, стає необхідним у тому випадку, коли треба задовольнити вимоги або екологічних стандартів, або безпеки продукції, або інших умов діяльності, що не можуть бути забезпечені за рахунок тільки удосконалення менеджменту.

Формальна логіка побудови моделі ухвалення рішення щодо тактики інвестування припускає встановлення проблеми та меж її вирішення. Стосовно до інвестиційних проектів, що належать до

першої, другої та четвертої груп, проблеми встановлюються відносно однозначно. Щодо інвестицій у створення нових виробництв, то на деяких етапах аналізу можуть виникнути певні протиріччя.

Чим ширші межі дослідження, тим більше розглядається факторів, які впливають на прийняття рішення. Проте таке розширення завжди пов'язане з ростом витрат і збільшенням тривалості дослідження. Таким чином, при визначенні меж проблеми необхідна також і оцінка розумних переваг. Аналіз не замінює такої оцінки, він тільки додатково конкретизує її і надає нові аргументи для свідомого використання. Вже одне просте формулювання проблеми, виявлення визначаючих її перемінних і пов'язаних із ними чинників зовнішнього економічного середовища, повинні сприяти вдосконаленню процесу відбору проектів.

На другому етапі реалізації моделі прийняття інвестиційного рішення обґрунтовується перелік цілей (або ціль), що можуть бути покладені в основу ранжування результатів.

На третьому етапі здійснюється збір і обробка інформації з метою визначення тих чинників зовнішнього економічного середовища, що мають суттєвий вплив на реалізацію проекту, а також можливих альтернатив. Слід зазначити, що в результаті інформаційного пошуку можлива зміна цілей. Крім того, упорядкування переліку альтернатив може виявитися непростим завданням, оскільки альтернативи можуть бути не цілком певними.

Четвертий етап прийняття інвестиційного рішення полягає в оцінці проекту. Варто зазначити, що в даному випадку йдеться не стільки про процедуру оцінки економічної ефективності проекту, скільки про побудову моделі проекту, тобто опис різноманітних альтернатив і розробки гіпотез щодо взаємозв'язку між цими проектами і можливими зовнішніми умовами а також найбільш можливими результатами від їх реалізації. Такі гіпотези дозволяють передбачити наслідки вибору будь-якого варіанту проекту при будь-яких конкретних параметрах навколишнього економічного середовища. Побудова моделі багато в чому залежить від особистих властивостей і рівня підготовки менеджерів фірми. По суті моделювання є абстракцією, а вади й недоліки побудови моделей пов'язані з тим, що усі вони представляють собою спрощення дійсності, які тим чи іншим чином відображають фактори, що мають суттєве відношення до проблеми.

Після побудови моделей вони наповнюються прогнозними значеннями критичних параметрів, які залежать як від системи управління фірмою, так і від чинників навколишнього економічного середовища. Слід зазначити, що прогнозування критичних перемінних є самостійною задачею. Від точності прогнозу багато в чому залежить обґрунтованість прийняття інвестиційного рішення.

На заключному етапі прийняття рішення

вибираються такі альтернативні проекти, які забезпечують максимальний результат відповідно до прийнятого критерію. Взагалі моделі можуть використовуватися скоріше не для вибору конкретних проектів, а для формулювання загальних правил ухвалення рішення.

Важливо розуміти, що необхідність оцінок супроводжує всі етапи процесу аналізу і що всі стадії цього процесу взаємообумовлені. Не існує фіксованих точок, у яких закінчується один етап і починається наступний. Часто визначення головної проблеми принципово змінюється на основі інформації, отриманої на більш пізніх етапах аналізу. Поступове уточнення проблеми може виявитися найбільш корисним результатом усього процесу аналізу [2].

Однією з найважливіших складових процедури прийняття рішення про пріоритетні напрямки інвестування є визначення цілей проекту. Власне сама категорія "ціль" стосовно до інвестиційної діяльності має подвійну визначеність. Максимізація функції цілі, виходячи з формальної логіки, є основою будь-якої моделі. Щодо інвестиційної діяльності, то ціль розглядається не як досягнення фіксованого стану деякого параметру, обмеженого, наприклад, лімітом ресурсів, а як перманентне просування до якогось глобального максимуму. З іншого боку, формалізована в натуральній формі (наприклад, якість, кількість і асортимент продукції), ціль є головним обмеженням при відборі проектів виходячи хоча б із їх техніко-економічних характеристик.

Єдиного підходу в науковій літературі відносно цілей фірми або того, якими вони повинні бути, нема. Таке положення пояснюється, насамперед, множинністю цілей як суспільного розвитку в цілому, так і діяльності окремої фірми. Головним в економічній теорії є положення, згідно з яким фірми прагнуть максимізувати прибуток. Тобто ціль фірми полягає в найбільш ефективному використанні наявних у її розпорядженні ресурсів з урахуванням двох типів альтернатив: мінімум витрат ресурсів при фіксованому результаті або максимум результату при фіксованому об'ємі ресурсу.

Безперечно, прибуток є найбільш важливою функцією цілі. Водночас, існують цілком конкретні економічні обставини, що не дозволяють прийняти прибуток у якості однозначної функції цілі. У всякому разі модель повинна містити цілком конкретні обмеження, які мають соціально-економічну основу. Так, забруднення навколишнього середовища породжує витрати в соціальній сфері. І якщо ці витрати не компенсуються в установленому законом порядку, створюється не вірне уявлення про ефективність використання обмежених ресурсів у виробничій сфері. Частина витрат виробництва переноситься на третіх осіб, які прямого відношення до даного виробництва не мають. Тому держава інколи повинна втручатися в роботу ринкової системи з метою впровадження компенсаційних механізмів, що дозволяють зрівноважити ціни на

чинники виробництва (у даному випадку на чинники навколишнього середовища) як для різних суб'єктів виробничого процесу, так і для населення.

На думку деяких фахівців (див., наприклад [2]), іншим аргументом проти максимізації прибутку є той факт, що автоматичному ринковому регулюванню заважають бар'єри виходу на ринок, утворювані монополіями. Такі недосконалості можуть означати, що ринкові ціни на чинники виробництва вже не являються мірою альтернативних витрат. У цих випадках також необхідна компенсаційна функція держави. Проте діяльність уряду не завжди обумовлює поліпшення роботи системи і часто приводить до того, що ціни на чинники виробництва не відповідають альтернативним витратам.

Порівняння аналізу ефективності проектів капіталовкладень і загальної моделі ухвалення рішення дозволяє виявити межі дослідження при оцінці проектів. Звичайно при аналізі ефективності інвестиційних проектів більшість етапів процесу ухвалення рішення просто ігноруються. Як правило, вважається, що більшість проектів постають як найкращі з доступних напрямків інвестицій, тобто передбачається, що етап пошуку альтернатив уже завершений. Прийняття взаємовиключних рішень означає, що кожний такий проект являє собою оптимальний спосіб досягнення конкретних цілей. Більш того, часто передбачається, що й у перспективі не буде проектів кращих, ніж доступні на цей час. Тому аналіз ефективності проектів капіталовкладень може бути корисний тільки на заключній стадії процесу прийняття рішень - на стадії оцінки цих проектів для остаточного відбору.

Цілком очевидно, що функцію максимізації прибутку варто розглядати не як засіб досягнення сумарної економічної ефективності, а як задачу забезпечення ефективної роботи фірми. Саме на цьому положенні частіш за все концентрується критика критерію максимізації прибутку. Характерно, що саме в даному положенні практично збігаються погляди економістів, які дотримуються як ринкових, так і планових методів регулювання економіки. Зокрема, як відзначається в [3], економічне зростання - це в першу чергу не кількісне розширення виробництва, а процес зміни складу ресурсів із постійним виділенням якісно нових елементів. Якісні зміни відбуваються як у сфері виробництва товарів і послуг, так і в соціальній сфері. Якщо врахувати, що зміни в останній не завжди піддаються кількісній оцінці, то стає цілком очевидним - сутність соціально-економічної ефективності суспільного виробництва не може бути визначена приростом лише валового внутрішнього продукту. Як бачимо, тут немає прямої вказівки на критику показника прибутку як єдиного функціонала діяльності підприємства. Проте ця думка практично цілком збігається з висновком про неприпустимість прийняття тільки кількісних критеріїв економічного росту (до таких належить і прибуток) та ігнорування якісних.

На наш погляд, одним із можливих критеріїв

оцінки інвестиційних проектів може бути "максимум прибутку на акцію". Кожний відібраний таким чином проект буде збільшувати ринкову вартість акцій фірми, оскільки буде приносити значні дивіденди акціонерам. Якщо будуть прийняті усі наявні проекти, що задовольняють цьому критерію, то це, цілком очевидно, приведе до зростання вартості фірми. Слід погодитись з думкою, що відбір проектів по даному критерію еквівалентний максимізації ринкової вартості акцій компанії [2].

Слід особливо звернути увагу на одне суттєве припущення. Максимізація вартості акцій як критерій відбору інвестиційних проектів можливий тільки в тому випадку, коли усі учасники ринку мають рівний доступ до кредитування, а також можливості вільно купувати і продавати акції. Хоча в умовах України досконалого фінансового ринку поки що не існує, є цілком зримі тенденції досягнення його в недалекому майбутньому. Ми також розуміємо, що майбутні дивіденди, скориговані по часу і ризику, вже самі по собі визначають базу для розрахунку ціни акції. В остаточному аналізі ці дивіденди (враховуючи будь-який кінцевий розподіл активів у випадку ліквідації компанії) представляють ту суму, яку акціонери можуть одержати від своїх інвестицій, і тому прибуток від приросту ринкової вартості капіталу повинен базуватися на очікуванні майбутніх дивідендів.

Тактика інвестиційної діяльності безпосередньо пов'язана із дивідендною політикою фірми. Точніше, дивідендна політика багато в чому обумовлює тактику інвестування. Для більшості крупних фірм, зниження розмірів дивідендів є вкрай небажаним і спостерігається досить рідко, навіть у випадках, коли до цього змушують об'єктивні економічні причини. Дивіденди, що сплачуються фірмою своїм акціонерам, як правило, постають об'єктом оподаткування, тому що включаються в загальний розмір оподаткованого доходу людини. Отже, прибутковість інвестицій в акції підприємств повинна перевищувати безризикову прибутковість по державним цінним паперам як мінімум на величину податку.

Внаслідок дії фактора оподаткування, і в особливості при існуванні прогресивної ставки податку, відношення до дивідендів може залежати від загального рівня прибутків інвестора. Інвестори з низьким рівнем прибутку віддадуть перевагу одержанню дивідендів, що збільшують їх поточне споживання. Інвестори ж із високими прибутками можуть віддати перевагу більш високому темпу зростання вартості акцій, тому що у випадку виплати дивідендів значна їх частина піде на виплату податків, тоді як капітальний прибуток, одержаний від росту курсової вартості, може оподатковуватися тільки після продажу акцій.

В умовах України, коли більша частина акцій (пакетів акцій) розосереджена між безліччю акціонерів і коли середній рівень прибутків акціонерів досить низький, переважає тенденція стовідсоткового одержання дивідендів. Проте в

тактичному плані більш ефективно реінвестувати значну частину дивідендів у розширення, модернізацію або технічне переозброєння фірми з урахуванням гарантованих перспектив росту курсової

ціни акцій. Інвестиційні проекти, що забезпечують виконання даної задачі (точніше - що викликають обґрунтовану довіру з боку акціонерів), є найбільш прийнятними виходячи з тактичних міркувань. ■

Список використаної літератури

1. Липсиц И.В., Коссов В.В. Инвестиционный проект. Методы подготовки и анализа. Учебно-справочное пособие. - М.: Издательство БЕК, 1996. - 304 с.
2. Бромвич М. Анализ экономической эффективности капиталовложений: Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М, 1996. - 432 с.
3. Яременко Ю.В. Методические принципы анализа структуры экономики // Экономика и мат.методы. - 1979. - Т.15. Вып.3. - С.508-515.

Summary

A modern condition of an investment situation in Ukraine is analyzed in the issue. The author offers scientific approaches to the decision of strategic and tactical questions of a choice of priority directions of investment in the industry.

РАЦИОНАЛЬНОЕ НАЛОГООБЛОЖЕНИЕ КАК ФАКТОР АКТИВИЗАЦИИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Б.Ю. Адамова, Украинская академия банковского дела

Сегодня среди внебюджетных источников инвестиций видное место занимают инвестиционные средства самих предприятий. Они определяются конечно же не размерами имеющихся у них финансовых средств, а той заинтересованностью, которую испытывают непосредственные производители в совершенствовании собственного производства. К таким источникам можно отнести:

- прибыль, остающуюся в распоряжении предприятия;
- амортизационные отчисления;
- фонды накопления и т.д.

К сожалению, при действующей ныне финансовой политике, не стимулирующей отечественного производителя, наблюдаются рост численности убыточных предприятий в связи с ростом неплатежей, отсутствие собственных оборотных средств для обеспечения потребностей производства, высокая стоимость банковских кредитов и конфискационный характер налогообложения.

В связи с этим, требует пересмотра вся структура налогов и размеры ставок по конкретным видам налоговых платежей. Несмотря на то, что проценты различных видов налогов с предприятий вроде бы невелики, но в совокупности получается, что суммарное налоговое изъятие прибыли составляет более 75 %. Остающихся доходов не то, что на инвестиции, но и на обеспечение простого воспроизводства недостаточно.

К тому же, если учесть устойчивую тенденцию падения абсолютных размеров прибыли по причине спада производства и удорожания материальных средств, идущих на потребности основного производства (так, по Украине уровень рентабельности в подрядных организациях в 1995 году по сравнению с

1994 и 1993 гг. снизился соответственно на 12,4 % и 16,8 %), то реальная величина возможных инвестиций предприятий оказывается мизерной. Поэтому необходима упорядоченность в налоговой системе, от которой зависит размер остающейся прибыли и инвестиций предприятий. С этой целью обратим внимание на роль двух основных видов налогов с предприятий - налога на прибыль и налога на добавленную стоимость (НДС) в пополняемости бюджета страны. Из общей суммы дохода бюджета Украины в 1996 году они соответственно составили: 18,1 % и 20,9 %. Рассмотрим как влияют поступления от налога на прибыль (X_1) и налога на добавленную стоимость (X_2) на общий объем поступлений в бюджет страны (S). В таблице 1. приведены статистические данные по Украине за 1992-1996 гг., переведенные в миллионы долларов США по официальному курсу Национального Банка Украины.

Таблица 1

Структура налога на прибыль (X_1) и налога на добавленную стоимость (X_2) в бюджете Украины

	1992	1993	1994	1995	1996
S	8955,344	12328,061	18790,603	15352,58	18035,386
X_1	2036,201	3595,802	5135,297	3606,686	3261,472
X_2	3550,766	4274,79	4667,631	3361,36	3765,579

Для того, чтобы выявить как влияют каждый из вышеназванных налогов на доход бюджета, насколько тесна связь между ними, нами получена следующая регрессионная зависимость:

$$S = 4,07 \cdot X_1 - 3,26 \cdot X_2 + 13099,8 \quad (1)$$

Статистическая значимость влияния именно данных налогов на доход бюджета подтверждается частными коэффициентами корреляции X_1 и S , X_2 и S , X_1 и X_2 , которые соответственно составили 0,782, 0,393 и 0,746. Неравенство нулю этих коэффициентов под-