

Корбутяк А.Г., к.е.н.,
Буковинський державний
фінансово-економічний університет,
м. Чернівці

Критерії вибору джерела інвестування інноваційного розвитку вітчизняних суб'єктів господарювання

У статті обґрунтовано необхідність врахування особливостей процесу організації та управління, створення організаційно-управлінського потенціалу, максимізації та оптимізації використання інвестиційних ресурсів, а також наведено критерії вибору джерела інвестиційного забезпечення інноваційного розвитку вітчизняних суб'єктів господарювання та запропоновано узагальнювальний критерій ефективності інвестицій, що дозволяє врахувати вартість інвестиційних джерел, ризикованість, прибутковість, ліквідність, рівень оподаткування тощо.

Ключові слова: інвестиційне забезпечення, джерела інвестування, критерії вибору, ефективність, середньозважена вартість ресурсів.

В статье обоснована необходимость учета особенностей процесса организации и управления, создание организационно-управленческого потенциала, максимизации и оптимизации использования инвестиционных ресурсов, а также приведены критерии выбора источника инвестиционного обеспечения инновационного развития отечественных субъектов хозяйствования и предложено обобщающий критерий эффективности инвестиций, позволяет учесть стоимость инвестиционных источников, рискованность, доходность, ликвидность, уровень налогообложения и т.п..

Ключевые слова: инвестиционное обеспечение, источники инвестирования, критерии выбора, эффективность, средневзвешенная стоимость ресурсов.

The article substantiates the necessity of taking into account the features of the process of organization and management, establishment of organizational and management capacity, maximize and optimize the use of investment resources, and describes criteria for choosing a source of investment support of innovative development of domestic business entities and proposes generalized criterion of efficiency investments that allow for the cost of investment sources, profitability, liquidity, tax rates, etc.

Key words: investment software investment sources, selection criteria, efficiency, average labor costs.

Постановка проблеми. Інвестування інноваційних процесів є ризикованою справою, однак у разі успіху віддача від інвестицій значно більша, ніж від поточної діяльності. Як правило, компанії прагнуть фінансувати ті проекти, які мають значний потенціал ефективності і забезпечать їм високі прибутки. Мова йде про інновації науково-технічної, організаційної, економічної та соціальної сфер. Економічні результати їх реалізації залежать передусім від характеристик самої інновації, однак велике значення для успішної реалізації інноваційного проекту мають умови залучення інвестиційних ресурсів, а отже, джерела інвестування. Коли йдеться про інвестування інноваційного розвитку суб'єктів господарювання, то цей процес можна охарактеризувати наступним чином: це процес вкладання капіталу (матеріального, інтелектуального тощо) в будь-які зміни, що ведуть до

створення нових (кращих) товарів, виробів, технологій; процес реалізації нових ідей; об'єкт, упроваджений задля економії тощо, що дасть можливість вітчизняним підприємствам вийти на вищий, якісніший, енерго- та матеріалозберігаючий рівень розвитку.

У сучасних умовах розвитку економіки країни запорукою успішного господарювання вітчизняних суб'єктів господарювання є врахування особливостей процесу організації та управління, створення організаційно-управлінського потенціалу, максимізації та оптимізації використання інвестиційних ресурсів. Для цього важливо сформулювати такий ресурсний потенціал підприємства, який би надав можливості досягти своєчасного та найповнішого виконання поставлених цілей інноваційного розвитку. Однак в процесі інвестиційного забезпечення інноваційного розвитку вітчизняних суб'єктів господарювання перед ними постає проблема вибору найбільш привабливого інвестиційного джерела на основі аналізу відповідних критеріїв інвестування.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Розробці теоретичних і практичних засад оптимального поєднання джерел інвестування розвитку підприємств присвячені праці вітчизняних і зарубіжних дослідників, таких як: В. Александрова [4], І. Алексєєв [1], Ю. Бажал [4], І. Бланк [2], М. Денисенко [3], О. Кузьмін [7], Г. Менш [8], Р. Нельсон [8], О. Терещенко [9] та інших.

Постановка завдання. Ефективне управління фінансами безпосередньо стосується й інвестиційного забезпечення інноваційної діяльності, передбачаючи залучення інвестицій у ті інноваційні програми і проекти, які забезпечують високу фінансову віддачу. Однак недостатньо лише генерувати інноваційні ідеї, необхідно чітко визначити джерела інвестування конкретного інноваційного проекту (програми), планувати їх обсяг та структуру. Тому для ефективного інноваційного розвитку на підприємстві доцільно розробити політику оптимального поєднання джерел інвестування та визначити критерії інвестування інноваційного розвитку. Це і визначило актуальність наукового дослідження та його спрямованість.

Виклад основного матеріалу. Одним з основних завдань політики управління ресурсами в процесі здійснення інноваційної діяльності є забезпечення формування достатнього обсягу інвестиційних ресурсів відповідно до прогнозованих обсягів інноваційної діяльності підприємств-новаторів. Дане завдання вирішується шляхом збалансування обсягу залучуваних інвестиційних ресурсів у всіх їхніх формах (грошовій, товарній, нематеріальній) із прогнозованими обсягами інноваційної діяльності суб'єктів господарювання. При цьому важливим є оптимізація структури інвестиційних ресурсів для реалізації інноваційного розвитку суб'єкта-новатора, а також обґрунтування ним схеми залучення того чи іншого джерела.

Також питання інвестиційного забезпечення інноваційного розвитку суб'єктів господарювання тісно пов'язане із забезпеченням їх фінансової рівноваги у процесі здійснення інноваційної діяльності. Така рівновага характеризується високим рівнем фінансової стійкості та платоспроможності

суб'єкта на всіх етапах його розвитку. Вона є однією з найважливіших умов здійснення підприємством-новатором ефективної інвестиційно-інноваційної діяльності. Це пов'язано зі значним відволіканням інвестованих ресурсів у великих розмірах і, зазвичай, на тривалий період. Крім того, грошові потоки по інноваційній діяльності відрізняються істотною нерівномірністю та високим ступенем ймовірності їх неповернення. Тому здійснюючи інноваційну діяльність у всіх її аспектах, суб'єкти господарювання повинні наперед прогнозувати, який вплив вона матиме на рівень їх фінансової стійкості та платоспроможності, а також оптимізувати з цією метою структуру капіталу, що інвестується [5, с. 25].

Отже, в процесі інвестування інноваційного розвитку суб'єктів господарювання окремі завдання повинні бути оптимізовані між собою для ефективної реалізації їх стратегічних цілей. Ранжирування окремих завдань здійснюється шляхом визначення значущості кожного з них з огляду на пріоритетність із позицій розвитку підприємств-новаторів та зростання їх ринкової вартості.

В сучасних умовах економічного розвитку України розраховувати на значне бюджетне забезпечення інноваційної діяльності підприємств неможливо. Тому для більшості вітчизняних суб'єктів господарювання основним джерелом стимулювання нововведень є власні кошти та іноземні інвестиції. Вітчизняні підприємства-новатори не зможуть вкладати власні ресурси у розробку та впровадження інновацій доти, поки не розв'яжуть власних інвестиційних проблем.

Сучасний стан основних засобів вітчизняних суб'єктів господарювання бажає чекати кращого, оскільки рівень зносу основних засобів у деяких суб'єктів господарювання сягає 50 %, а в окремих галузях – 60 % (в машинобудуванні, зокрема) [10]. Суб'єкти господарювання використовують здебільшого обігові кошти не для оновлення виробництва, а на підтримання його мінімальної здатності створювати нову вартість. Саме тому більшість вітчизняних підприємств-новаторів у найближчі роки не зможе здійснювати високопродуктивну інноваційну діяльність.

Банківський кредит як джерело інвестиційного забезпечення інноваційної діяльності суб'єктів господарювання поки що залишається занадто дорогим, а самі кредити – занадто короткостроковими для розвитку інноваційної діяльності. Як показує досвід, банківська система України досі відносно слабка та недостатньо розвинена, а тому не може забезпечити необхідними довгостроковими кредитними ресурсами потреби національного господарства. Стан банківського кредитування за останні роки ще й погіршився внаслідок впливу фінансово-економічної кризи.

У підприємств можуть бути різні альтернативи залучення капіталу. Звичайно, не можна надати однозначних рекомендацій щодо вибору того чи іншого джерела інвестування. У процесі обґрунтування рішення щодо вибору того чи іншого джерела інвестування фінансовий менеджмент суб'єкта господарювання може скористатися відповідними критеріями, до яких слід віднести наступні [3; 6; 9]:

- прибуток (або рентабельність) та ліквідність;
- структура капіталу;
- накладні витрати, пов'язані із залученням коштів (витрати, зумовлені емісією цінних паперів, публікацією звітності в засобах масової інформації тощо);
- оптимізація оподаткування та об'єктивні обмеження, пов'язані із можливим низьким рівнем кредитоспроможності, певними законодавчими обмеженнями щодо залучення того чи іншого джерела інвестування;
- чинне законодавство про банкрутство;
- дивідендна політика, або так звана концепція Shareholder-Value, та інші.

Узагальнюючи досвід та практику господарювання, пропонується таблиця 1, в якій наведено критерії, що є найбільш важливими для вибору того чи іншого джерела інвестування інноваційного розвитку підприємств-новаторів.

Отже, вітчизняним підприємствам-новаторам з метою забезпечення інноваційної діяльності необхідними ресурсами потрібно зважати на вище наведені критерії вибору джерел інвестування. При цьому особливу увагу необхідно звертати на вартість кожного джерела інвестування, адже рентабельність інноваційного проекту (програми) повинна перевищувати середньозважену вартість капіталу.

У протилежному випадку – підприємство може зазнати збитків. Саме тому підприємствам-суб'єктам інноваційної діяльності необхідно орієнтуватися на такий критерій як інтегральний показник ефективності інвестицій (табл. 1), що враховує і ліквідність, і фінансову стійкість, і ефективність (рентабельність) тощо.

Інтегральний показник ефективності інвестицій пропонується визначати таким чином:

$$I_{ip} = (\sum k_i \times w_i) / WACC_s, \quad (1)$$

де I_{ip} – інтегральний показник ефективності інвестицій;

k_i – значення i -того показника, що береться для розрахунку узагальнювального показника;

w_i – вагомість i -того показника, що береться для розрахунку узагальнювального показника, в загальній сукупності показників;

$WACC_s$ – середньозважена вартість капіталу, що враховує податковий коректор (одиниця за мінусом коефіцієнта оподаткування прибутку суб'єктів господарювання).

Якщо значення визначеного інтегрального показника ефективності інвестицій перевищує одиницю, то ця структура джерел інвестування є найбільш привабливою для підприємства-новатора і враховує такі важливі показники, як прибутковість, ризик, ліквідність, фінансову незалежність тощо.

Залежно від цілей, що ставлять перед собою інвестори, кожний показник може мати різну вагомість. Для оцінки вагомості показників можна погодитись із думкою багатьох вчених [2; 3; 9] щодо доцільності використання методики визначення вагових коефіцієнтів Фішберна (на основі їхнього ранжування по вагомості).

**Критерії вибору джерела інвестування інноваційного розвитку
вітчизняних суб'єктів господарювання**

Критерії	Зміст критерію
Ліквідність	Вхідні та вихідні грошові потоки при використанні того чи іншого джерела інвестування інноваційного розвитку організації повинні забезпечити спроможність останнього виконати свої поточні платіжні зобов'язання перед партнерами, тобто необхідно їх скоординувати таким чином, щоб організація-новатор була у стані фінансової рівноваги.
Фінансова незалежність	Джерело інвестування, яке обрала організація-новатор, повинно сприяти встановленню автономності, самостійності, фінансової стійкості, збереження інформаційної незалежності та контролю над підприємством в цілому. Наприклад, організація, що впроваджує інновації, може фінансуватися головним чином за рахунок випуску акцій, але при цьому необхідно, щоб контрольний пакет акцій знаходився у засновників такого суб'єкта господарювання з метою збереження контролю над підприємством.
Рентабельність інвестованого капіталу	Під час вибору джерела інвестування менеджмент суб'єкта-новатора повинен орієнтуватися на головне правило функціонування бізнесу: рентабельність інновацій (ефективність їх впровадження) повинна перевищувати загальну вартість джерел їх фінансування (ціну капіталу). Ціна відповідного джерела інвестування – це: у випадку використання акціонерного капіталу його вартістю являються дивіденди, які підприємство-новатор сплачує акціонерам; у випадку випуску облігацій чи отримання кредиту – відсотки, що виплачуються на користь кредитора; у випадку залучення коштів держави чи іноземних інвесторів – частина прибутку, яку суб'єкт-новатор віддає відповідному інвестору.
Рівень ризику	Для підприємства-новатора важливим завданням є зниження рівня інвестиційного ризику шляхом застосування таких інструментів як диверсифікація, хеджування, уникнення, перестраховування тощо.
Рівень оподаткування	Вибір джерела інвестування суб'єкта-новатора залежить від рівня оподаткування розподіленого та нерозподіленого прибутку. Зокрема, якщо суб'єкт-новатор розраховує лише на власні сили, то зросте ціна власного капіталу, тобто дивіденди, які виплачуються вже після оподаткування прибутку (тобто з чистого прибутку); якщо суб'єкт-новатор розраховує головним чином на залучений капітал, то в цьому випадку відсотки за користування таким капіталом відносяться на валові витрати, зменшуючи таким чином оподатковуваний прибуток.
Інтегральний показник ефективності інвестицій	Цей критерій є похідним від усіх вищенаведених, оскільки суб'єкт-новатор надає перевагу тому джерелу інвестування, яке буде більшою мірою забезпечувати і ліквідність, і стійкість, і ефективність від впровадження інновацій. Тобто цей показник є узагальнювальним критерієм, що враховує такі важливі показники, як ліквідність, прибутковість, рівень ризику тощо.

Джерело: Розроблено автором

Також слід зазначити, що залежно від специфіки діяльності (галузі) конкретного суб'єкта-новатора служби фінансового менеджменту чи контролінгу формують індивідуальний підхід щодо вибору найбільш значущих показників для кожного окремо взятого підприємства-новатора та їх вагових значень. Із-за такого підходу встановлення орієнтованих нормативних критеріїв всіх показників для підприємств-новаторів, враховуючи їх специфіку

господарської діяльності, не розроблялось. Крім того, враховуючи динамізм внутрішнього і зовнішнього середовища, критеріальні значення окремих показників коригуються з урахуванням змін у середовищі функціонування підприємств-новаторів.

Щодо оцінки рівня ризику, то цей елемент є одним із найскладніших в процесі оцінки діяльності вітчизняних суб'єктів-новаторів, оскільки від нього залежать очікуваний результат отримання (чи недоотримання) інвестованих коштів. Класифікація ризиків є надзвичайно різноманітною, однак їх можна згрупувати на дві основні групи: внутрішні (пов'язані, для прикладу, з незадовільною організаційною структурою, кваліфікацією персоналу, низьким рівнем менеджменту тощо) та зовнішні (ризик зміни законодавства, політичні ризики тощо).

Не дивлячись на складність оцінки ризик може бути кількісно виражений за допомогою ряду методів:

- 1) одним з найпоширеніших методів є метод експертних оцінок, який опирається на аналітико-статистичний матеріал, думки та інтуїцію експертів. За цим методом рівень ризику визначається за допомогою показників середньоквадратичного коливання та коефіцієнту варіації;
- 2) метод сценаріїв або метод Монте-Карло;
- 3) аналіз чутливості тощо.

Вітчизняними та зарубіжними вченими пропонується багато підходів до визначення середньозваженої вартості інвестованого капіталу [1; 3; 4; 8; 9]. Узагальнення підходів дозволяє зробити висновок, що середньозважена вартість капіталу включає ціну кожного інвестиційного джерела та його частку в загальній сукупності капіталу, вкладеного інвестором у діяльність відповідного суб'єкта господарювання. При цьому ціною власного капіталу є очікувана норма дохідності на вкладений інвестором капітал, а ціною позикового капіталу – є відсотки по облігаціях (в т.ч. корпоративних) та кредитних ресурсах. З іншої сторони, середньозважена вартість капіталу є «точкою відліку» мінімального рівня рентабельності, адже у випадку перевищення ціни інвестованого капіталу над прибутковістю вкладеного капіталу, інвестор зазнає збитків.

Висновки і перспективи подальших розвідок у даному напрямі. Зважаючи на вищевикладене пропонується як базовий підхід до формування інвестиційних ресурсів суб'єктів господарювання використовувати комплексний підхід, який ґрунтується на урахуванні у процесі інноваційного розвитку підприємств-новаторів усіх можливих критеріїв інвестування, що дасть можливість реалізувати основну мету господарювання – отримання максимального прибутку при мінімально можливому рівні ризику.

Запропонований підхід щодо вибору найбільш прийняттого джерела інвестиційного забезпечення інноваційного розвитку та створення сприятливої інноваційної економіки в цілому є вкрай необхідними і одночасно вимагають подальшого систематичного дослідження та удосконалення з метою вирішення проблем, які полягають в оперативному реагуванні на нові науково-технологічні розробки, джерела їх інвестиційного забезпечення та виборі тих, що будуть економічно доцільні у перспективі.

Список використаних джерел

1. Алексєєв І.В. Прийнятність інновацій і конкурентоспроможність підприємств / І.В. Алексєєв, А.Г. Оленець // Теоретичні та прикладні питання економіки : збірник наукових праць. – К. : Видавничо-поліграфічний центр «Київський університет», 2009. – Вип. 19. – С. 147–153.
2. Бланк І.О. Фінансовий менеджмент : навч. посіб. / І.О. Бланк – К. : Ельга, 2008. – 724 с.
3. Денисенко М.П. Організаційно-економічний механізм інвестування : монографія / М.П. Денисенко ; Науково-дослідний економічний інститут міністерства економіки та з питань європейської інтеграції. – К. : Науковий світ, 2001. – 415 с.
4. Інноваційний розвиток економіки та напрямки його прискорення: наукова доповідь / Ю.М. Бажал [та ін]; ред. В.П. Александрова ; НАН України, Інститут економічного прогнозування. – К. : Інститут економічного прогнозування, 2002. – 80 с.
5. Корбутяк А.Г. Інвестиційне забезпечення інноваційного розвитку національного господарства: суть та методичні положення його аналізування / А.Г. Корбутяк // Держава та регіони : науково-виробничий журнал. – Запоріжжя, 2012. – С. 24-29.
6. Корбутяк А.Г. Определяющие критерии инвестирования инновационного развития отечественных субъектов хозяйствования / А.Г. Корбутяк, С.В. Паранчук // Международная научно-практическая конференция «Общество и экономическая мысль в XXI в.: пути развития и инновации» (г. Воронеж, 25-27 апреля 2013 г.) – Издательско-полиграфический центр «Научная книга», 2013. – С. 323-328.
7. Кузьмін О.Є. Активізування інвестиційної та інноваційної діяльності підприємств : монографія / [Кузьмін О.Є., Князь С.В., Вівчар О.Й., Мельник Л.І.] ; за наук. ред. проф., д.е.н. О.Є. Кузьміна. – Стрий : ТзОВ «Укрпол», 2005. – 250 с.
8. Mensch G. Stalemate in technology: Innovations overcome the depression / G. Mensch. – Ballinger : Cambridge (Massachusetts), 1979. – 506 с.
9. Терещенко О.О. Антикризове фінансове управління на підприємстві : монографія / О.О. Терещенко. – 2-е вид. – К. : КНЕУ, 2006. – 268 с.
10. Державний комітет статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua>.