

капітального будівництва. Більше половини освоєних інвестицій в основний капітал в Хмельницькій області протягом останніх років здійснено за рахунок власних коштів.

Структура інвестицій в основний капітал аналізується як за напрямками, так і за видами економічної діяльності. Протягом останніх років інвестування традиційно здійснювалися в промисловість. Однак сьогодні головну позицію в спрямуванні інвестицій зайняло надання послуг. Це стосується, перш за все, операцій з нерухомістю, здавання в найм, а також послуг юридичним особам. Намітилась тенденція більш швидкого розвитку економічної діяльності з надання послуг. На жаль, в сільське господарство області — галузь, яка визнана пріоритетною, — суттєві інвестиції не спостерігались.

В сучасних умовах розвитку економіки України та її регіонів велике значення набуває використання ресурсів і, в першу чергу, економне споживання енергетичних матеріалів. Не стоїть осторонь у розв'язанні цього питання і Хмельницька область. Зниження обсягів споживання енергоресурсів є першочерговою задачею для підприємств різних галузей. Найбільш енергомісткою залишається продукція промисловості. Зменшення споживання енергії можливе за умов впровадження сучасних енергозберігаючих технологій виробництва різних видів продукції, використання більш дешевих енергетичних матеріалів. В Хмельницькій області останніми роками відбуваються зміни в структурі споживання ресурсів. Для України дешевше використовувати там, де це можливо, кам'яне вугілля, ніж природний газ. Динаміка споживання даних енергетичних матеріалів у Хмельницькій області відображена в табл. 3.

Таблиця 3

## Динаміка споживання деяких енергетичних матеріалів у Хмельницькій області [ 2 ]

Енергетичні матеріали	Рік		
	2005	2006	2007
Вугілля кам'яне, т	88852	91677	435870
Газ природний, тис. м <sup>3</sup>	1486857	1539435	1156700

Наведених даних виходить, що в останні роки почалось зменшуватись споживання природного газу при одночасному збільшенні споживання кам'яного вугілля. Виходячи з конкретних вимог сьогодення початок такої тенденції може продовжитись в наступні роки. Співвідношення кам'яного вугілля та природного газу змінилось таким чином: у 2005 році на кожен м<sup>3</sup> спожитого природного газу припадало 0,06 т кам'яного вугілля, в 2007 році — 0,38 т.

Для подолання негативних проявів фінансової та економічної кризи в Україні виникла необхідність своєчасного реагування на їх прояви. Виходячи з цього підвищились вимоги до інформаційного забезпечення органів управління на різних рівнях. Використання системи статистичних показників різних видів сприятиме ефективності потрібних статистичних розробок.

## Література

1. Крамченко Л.І. Лутчин Н.П., Москаль Б.С. Економічна статистика: Навч. посібник. – Львів: "Новий світ – 2000", 2004. – 364 с.
2. Хмельниччина – 2007: Статистичний збірник / За ред. Сокальського В.В. / Головне статистичне управління Хмельницької області, 2008. – 149 с.

Надійшла 07.05.2009

УДК 336.276

Н. Г. КАЛЮЖНА, В. Г. ЛЕЖЕПЬОКОВА

Східноукраїнський національний університет імені Володимира Даля

ОСОБЛИВОСТІ ІНВЕСТУВАННЯ У ФІНАНСОВО-НЕСПРОМОЖНІ  
ГЕНЕРУЮЧІ КОМПАНІЇ ЕЛЕКТРОЕНЕРГЕТИКИ

*В статті розкрито особливості інвестування в фінансово-неспроможні генеруючі компанії електроенергетики; доведено можливість залучення недержавних інвестицій за умов проведення додаткової емісії акцій генеруючої компанії; акцентовано увагу на особливостях оцінки частки інвестора при залученні недержавних інвестицій; проаналізовано ризики інвестування в акції генеруючих компаній галузі*

*The features of investing in the financially helpless generating companies of electric energy have been exposed in the article; possibility of bringing in of instate investments with condition of conducting of additional emission of actions of generating companies has been proved; attention has been accented on the features of estimation of part of investor at bringing in of instate investments; the risks of investing in the action of generating companies of industry have been analysed in the article.*

**Постановка проблеми.** В умовах фінансової кризи проблема залучення недержавних інвестицій є одним з ключових завдань структурної перебудови економіки України, підвищення її ефективності та

забезпечення енергетичної безпеки країни. В Україні, як і в більшості країн, проблема недостатньої інвестиційної активності в електроенергетиці особливо позначається на генеруючих потужностях, тобто інвестиційні можливості перебувають у протифазі з потребами галузі. Фактично у 2006 – 2007 рр. рівень інвестування в електроенергетику ледь досягав половини від необхідного. Дефіцит інвестиційних ресурсів на проведення повномасштабної реконструкції та технічного переозброєння генеруючих потужностей зумовлює відставання технічного і технологічного розвитку української електроенергетики від світової і створює великі проблеми для європейської інтеграції України. Тому залучення недержавних інвестицій є одним з ключових завдань реформування галузі.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** В електроенергетиці ряду країн в останні роки спостерігається спад інвестиційної активності: по групі держав, що розвиваються, приватні інвестиції в цю галузь знижуються з 1997 р. В умовах країн з перехідною економікою ця тенденція ускладнюється специфічними проблемами економіки перехідного періоду, скорочується ряд неефективних сфер національного господарства (нерідко енергоємних), що веде до зниження споживання електроенергії. У результаті в країнах з відносно розвинутою електроенергетикою виникає надлишок потужностей. Дисбаланс попиту та пропозиції нерідко посилюється проблемами грошового обігу, неплатежами, прискоренням темпів зносу основних фондів.

При існуючій тенденції старіння генеруючих потужностей без залучення в розумних обсягах інвестиційно-кредитних ресурсів на інноваційні проекти і надання для них відповідних гарантій, відновлення основних фондів генеруючих компаній буде фізично відставати від їхнього старіння. Фахівцями прогнозується, що без кардинальних змін в електроенергетиці вже протягом найближчих 5 – 7 років економіка України відчує дефіцит електроенергії.

Для реалізації інвестиційно-інноваційного плану розвитку теплоелектроенергетики було прийнято розпорядження Кабінету Міністрів України „Про заходи щодо реконструкції та модернізації теплоелектростанцій у період до 2010 року” [1]. Відповідно до цього розпорядження, за рахунок інвестнадбавки до тарифу компаній, створюється механізм нагромадження коштів на реалізацію плану реконструкції теплоелектростанцій (ТЕС) генеруючих компаній.

Слід зазначити, що підвищувати інвестиційну складову тарифу до нескінченності неможливо. Частка такої надбавки в оптовій ціні електроенергії в 2007 р. уже перевищила 10 % від вартості 1 кВт/год на оптовому ринку [2]. У цілому ж практику фінансування інвестиційних проектів, коли модернізаційні процеси в галузі оплачують авансом безпосередньо споживачі, не можна вважати досить ефективним інноваційним механізмом. Крім того, залучені таким чином кошти не покривають всю інвестиційну потребу енергетики України й спрямовані тільки на підтримку енергоблоків в робочому стані.

Щодо власних коштів генеруючих компаній необхідно відзначити наступне. Розвиток галузі провадиться за залишковим принципом; ціни на продукцію електроенергетики стримуються в порівнянні з ростом цін, пов'язаних з експлуатаційними витратами [3]. Генеруючі компанії не можуть самостійно нарощувати обсяги виробництва електроенергії і за рахунок цього підвищити оборотність коштів. Отже, можливість акумулювати власні кошти в достатній кількості на розвиток генеруючих компаній відсутня.

**Ціль дослідження.** Проведення повномасштабної реконструкції та технічного переозброєння ТЕС вимагає значних інвестиційних ресурсів, основними джерелами яких можуть стати недержавні інвестиції. Це зумовлює актуальність дослідження особливостей залучення недержавних інвестицій у фінансово-неспроможні генеруючі компанії електроенергетики.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** В умовах фінансової неспроможності багатьох генеруючих компаній проведення повномасштабної реконструкції та технічного переозброєння ТЕС не може бути здійснено ані за рахунок державних інвестицій, ані за рахунок власних накопичень галузі. При цьому основною особливістю інвестування в електроенергетиці є те, що головний стандартний засіб залучення недержавних інвестицій – приватизація генеруючих компаній – недоцільна, бо ці об'єкти мають стратегічне значення для енергетичної безпеки держави. Отже, варто розглядати альтернативні варіанти: залучення коштів інвестора при реструктуризації статутного капіталу, тобто за рахунок додаткової емісії акцій підприємств.

Однак розгорнення інвестиційного процесу, який є однією з обов'язкових умов для розв'язання найгостріших проблем в сфері виробництва електроенергії, постійно стикається з ланцюгом проблем, що викликані нестабільним і незавершеним законодавством. Приватизація генеруючих компаній недоцільна з точки зору енергетичної безпеки держави, а питання передачі права власності поза рамками приватизації для підприємств зі значною часткою державної власності не вирішені на законодавчому і процедурному рівнях. Але інвестор в більшій мірі зацікавлений у вкладанні коштів, якщо він буде брати участь у корпоративних правах, тобто інвестиції увійдуть в статутний фонд, а інвестор одержить пакет акцій.

Вирішення зазначеної проблеми доцільно здійснювати в наступному напрямку – на законодавчому рівні дозволити підприємствам-боржникам зі значною часткою державної власності здійснювати реструктуризацію статутного капіталу через додаткову емісію акцій під зовнішні інвестиції.

Збільшення статутного капіталу фінансово-неспроможних генеруючих компаній переслідує такі цілі:

- 1) мобілізацію фінансових ресурсів для модернізації існуючих потужностей;
- 2) збільшення частки капіталу, спрямоване на підвищення кредитоспроможності суб'єкта господарювання та його фінансової стійкості;
- 3) поліпшення ліквідності та платоспроможності підприємства.

Залучення зовнішніх недержавних інвестицій під додаткову емісію акцій з обов'язковим напрямком цих коштів на відновлення основних фондів дозволить вивести ці підприємства з кризового стану. При цьому в абсолютному вираженні частка держави не зміниться, а відбудеться приріст капіталу й інвестор одержить право власності на прирощений капітал і, таким чином, право на управління та прибуток пропорційно його частки в уставному фонді.

При проведенні додаткової емісії акцій під недержавні інвестиції актуальним стає питання оцінки частки інвестора у новоствореному власному капіталі фінансово-неспроможної генеруючої компанії. Однак, слід зазначити, що додаткову емісію акцій доцільно проводити з обов'язковим закріпленням у державній власності контрольного пакета. Такий пакет буде гарантією збереження активів й цілісності підприємств електроенергетичного комплексу, тому що без представника держави не може бути прийняте рішення щодо припинення діяльності компанії, зниження обсягів виробництва, що є гарантією забезпечення державних потреб в енергоносіях.

При визначенні частки інвестора в статутному капіталі виникає необхідність переоцінювання власного капіталу відкритого акціонерного товариства за ринковою вартістю, адже інвестиції вносяться в сучасних грошах, а статутний фонд сформовано на підставі вартості минулих періодів, до того ж визначеної неринковими методами. Застосовувані сьогодні методи визначення ринкової вартості акцій спираються на фундаментальний аналіз, у рамках якого прийнято виділяти три підходи: доходний, витратний та ринковий, кожен з яких складається з певної кількості конкретних методів [4, 5].

Аналізуючи доцільність використання того чи іншого методу, можна сказати, що використання ринкового підходу в даному випадку неможливе. Це зумовлено тим, що ринковий метод, по перше, спирається на вартість компаній аналогів, але для генеруючих компаній електроенергетики, що знаходяться в державній власності, визначити вартість компанії-аналога неможливо, адже вартість підприємства, яка розрахована аналоговими методами, відображає співвідношення між попитом та пропозицією на аналогічні об'єкти, сформована виходячи із ситуації ринку на конкретний час оцінки. Але по генеруючих компаніях недостатньо інформації про угоди по акціях, тому що фондовий ринок підприємств електроенергетики не розвинений.

Отже, до розгляду можуть бути прийняті лише доходний та витратний підходи. Обидва методи не позбавлені недоліків, які здебільшого зумовлені ускладненнями їхнього застосування. Так, доходний метод вимагає докладного розуміння фінансово-господарської діяльності й особливостей бізнесу компаній-емітентів. Аналітику необхідна додаткова фінансово-виробнича інформація як ретроспективного, так і перспективного характеру про розвиток компанії, перспективи і тенденції у галузі та ін. Значним недоліком доходного підходу є використання довгострокового прогнозування, тобто в даному випадку ми маємо справу з невизначеністю, ймовірністю, що знижує точність оцінок. Крім того, використання доходного підходу передбачає виникнення ускладненості у визначенні ставки дисконту, оцінки чинників, що впливають на неї.

В свою чергу, діяльність генеруючих компаній електроенергетики жорстко регулюється державою, зокрема, шляхом встановлення цін на закупівлю електроенергії, тарифів. Генеруючі компанії не можуть самостійно нарощувати обсяги виробництва електроенергії, і за рахунок цього підвищити оборотність коштів та забезпечити додатковий прибуток. Ці особливості діяльності генеруючих компаній обумовлюють некоректність розрахунку їхньої вартості доходними методами оцінки.

Витратний підхід передбачає наявність повної, докладної інформації про наявність і стан активів. Це дуже складний момент у разі, коли підприємство володіє значними обсягами активів, як у випадку з генеруючими компаніями. До того ж, методи даного підходу дуже трудомісткі.

Обов'язковою умовою додаткової емісії акцій фінансово-неспроможної генеруючої компанії є те, що інвестор рефінансує свою частку прибутку у вигляді дивідендів на погашення кредиторської заборгованості, що також є особливістю визначення його частки у власному капіталі підприємства. Зазначена особливість обумовлює необхідність розробки компенсаторних підходів до визначення частки інвестора в капіталі з урахуванням підвищення його зацікавленості в погашенні боргів генеруючої компанії [6].

Отримання інвестором частки у капіталі генеруючої компанії електроенергетики є привабливим за кількох причин. Найголовнішою з них є потенційна довгострокова прибутковість галузі, незважаючи на її теперішній стан. Електроенергія є та у обачній перспективі залишиться товаром, на який є постійний попит і в якості предмету споживання, і в якості виробничого ресурсу. По-друге, це право на участь в управлінні через механізм голосування на загальних зборах акціонерів та через представництво у спостережній раді акціонерного товариства.

Проте, інвестування у генеруючі компанії електроенергетики пов'язане з певним ризиком, який повинен прийняти на себе інвестор, котрий прагне стати одним з власників акціонерного капіталу компанії.

Якщо пригадати, що український ринок акцій є відносно новим, то таке інвестування постає ще більш ризикованим.

Інвестуванню в акції генеруючих компаній електроенергетики притаманні ризики, властиві українському ринку акцій взагалі, тобто т. зв. системні ризики. Дані типи ризиків, тим чи іншим чином пов'язані з курсом гривні, сьогодні властиві українському ринкові у середньому ступені, але ж досвід різних падінь курсу після тривалих періодів стабільності залишає певну нестабільність в цій сфері. Крім, того, сьогоднішній Україні притаманний високий ступінь політичного ризику, тобто погроз негативного впливу на ринок через зміну уряду, режиму державного устрою, реприватизації й т.п. Саме цей ризик може стати вирішальним при прийнятті відповідного інвестиційного рішення.

Але в більшому ступені на інвестора впливатимуть т.зв. специфічні ризики, що існують в галузі електроенергетики. Ці ризики у значній мірі проявляються в електроенергетиці внаслідок таких чинників, як специфічне положення галузі в економіці, переважна державна власність, жорстке адміністративне втручання, скрутний поточний фінансовий стан, невизначені перспективи розвитку.

До особливостей інвестування у генеруючі компанії електроенергетики слід віднести той факт, що дефіцит інвестиційних ресурсів припадає на період, коли ризики кризової економіки накладаються на ризики галузі, яка перебуває в процесі трансформації. На даному етапі інвестиційна привабливість підприємств електроенергетики обмежена в силу цілого ряду причин:

- 1) державне регулювання й підтримка економічно необґрунтованих тарифів природних монополій;
- 2) тарифи на електроенергію нижче рівня, при якому забезпечується прибуткове інвестування, а в ряді випадків навіть просте відтворення, з урахуванням дефіциту зовнішніх джерел фінансування;
- 3) в інвесторів немає чіткого уявлення про перспективну модель ринку й окремих його секторів;
- 4) структура галузі перебуває в стадії формування, і інвестори не мають чіткого уявлення про об'єкти вкладення або перспективи інвестування;
- 5) «правила гри» не цілком визначені, що ускладнює бізнес-планування, зокрема регулювання питань інвестування в електроенергетику: умов і порядку будівництва й фінансування об'єктів галузі, підтримки резервів потужностей і т.д.

**Висновки.** Отже, ризики інвестування в акції генеруючих компаній електроенергетики дуже високі. Проте, підприємства все ж потребують додаткових інвестицій, а інвестори прагнуть нових інвестиційних можливостей, що обумовлює необхідність врахування особливостей інвестування у процесі залучення капіталу генеруючими компаніями електроенергетики.

### Література

1. Розпорядження КМУ „Про заходи щодо реконструкції та модернізації теплоелектростанцій у період до 2010 року” від 8.09.2004 № 648-р.
2. Долг платежом красен // ТЭК. – 2007. – № 12 (84). – С. 60 – 64.
3. Борисов Н.А. Инвестиционно-инновационные аспекты развития теплоэнергетики Украины // Новини енергетики. – 2004. – № 12. – С. 10 – 18.
4. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учеб. пособие для вузов. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001. – 720 с.
5. Теория и практика оценки бизнеса: Курс лекцій / Под ред. Шуляка С.В. – К.: УОО, 1997. – 184 с.
6. Лежетько В.Г. Механізм залучення недержавних інвестицій в фінансово-неспроможні генеруючі компанії // Вісник Хмельницького національного університету. – 2006. – № 4. – Т. 3 (83). – С. 180 – 184.

Надійшла 03.05.2009

УДК 631.1:339.9

Г. В. КЛИМИК, С. М. ПРИЛІПКО  
Уманський державний аграрний університет

## ФОРМУВАННЯ СТРАТЕГІЇ РОЗВИТКУ РЕСУРСНОГО ПОТЕНЦІАЛУ АГРАРНИХ ПІДПРИЄМСТВ ЧЕРКАСЬКОЇ ОБЛАСТІ В УМОВАХ ЗЕД

*Досліджено основні принципи формування стратегії розвитку ресурсного потенціалу сільськогосподарських підприємств Черкаської області. Здійснено аналіз її складових частин та обґрунтовано доцільність.*

*The basic principles of strategy of development of resource potential of agricultural enterprises of the Cherkasy region is investigated. Analysis of its component parts is made, their expedience is grounded.*

*Постановка проблеми.* Реформування економіки в Україні змушує виробників сільськогосподарської продукції переходити від діяльності в стабільному середовищі до функціонування в умовах динамічно змінного зовнішнього середовища. В сучасних умовах економічна ситуація вимагає