МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
Харківський державний університет харчування та торгівлі

Т. С. Пічугіна

О. В. Борисова

ІНВЕСТИЦІЙНИЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Навчальний посібник

для студентів спеціальності 073 «Менеджмент»
освітньо-кваліфікаційного рівня підготовки магістр

Харків
ХДУХТ

2009

УДК 658.152
ББК 65.9(4Укр)-80
П36

Рецензенти:
д-р екон. наук, проф. Л. М. Яцун,
канд. екон. наук, доц. С. В. Шубіна

Рекомендовано до видання вченою радою Харківського державного університету харчування та торгівлі, протокол № 9 від 28.12.2016 р.

Пічугіна Т. С., Борисова О. В.
П 36 Інвестиційний менеджмент: навч. посібник / Харк. держ. ун-т харч. та торгівлі. – Харків, 2009. – 332 с.: іл., табл. Бібліогр.: 40 назв

Навчальний посібник розроблено відповідно до освітньо-професійної програми підготовки магістра спеціальності 073 «Менеджмент» і підготовлено з метою надання допомоги студентам економічних спеціальностей вищих закладів освіти у досконалому вивченні теоретичного матеріалу і набутті відповідних навичок прийняття інвестиційних рішень. Посібник спрямований на формування у студентів здатності самостійно мислити, на поглиблене опанування навчального матеріалу і засвоєння теоретичних знань.

УДК 658.152
ББК 65.9(4Укр)-80

© Пічугіна Т. С., 2009
© Харківський державний університет харчування та торгівлі, 2009

ЗМІСТ

ВСТУП 5

Розділ 1. Теоретичні та методологічні засади інвестиційного менеджменту 6

Тема 1. Сутність, мета та функції інвестиційного менеджменту 6

Тема 2. Методичні засади та методичний інструментарій інвестиційного менеджменту 33

Розділ 2. Інвестиційний ринок, його оцінка та прогнозування розвитку
Тема 3. Оцінка та прогнозування розвитку інвестиційного ринку 86

Розділ 3. Формування інвестиційної стратегії підприємства
Тема 4. Розроблення інвестиційної стратегії підприємства 119

Розділ 4. Формування інвестиційних ресурсів підприємства
Тема 5. Стратегія формування інвестиційного капіталу підприємства, управління ним 149

Розділ 5. Управління реальними інвестиціями підприємства
Тема 6 Порядок підготовки реальних інвестиційних проектів підприємства 190

Тема 7. Правила прийняття інвестиційних рішень 219

Тема 8. Формування програми реальних інвестицій підприємства 248

Тема 9. Особливості управління інноваційними інвестиціями підприємства 268

Розділ 6. Управління фінансовими інвестиціями підприємства
Тема 10. Розроблення політики управління фінансовими інвестиціями підприємства 284

Тема 11. Управління портфелем фінансових інвестицій підприємства 310

ПЕРЕЛІК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ 328

АНОТАЦІЯ

Навчальний посібник призначений для вивчення теоретичних і практичних засад інвестиційного менеджменту, набуття навичок з управління інвестиційною діяльністю: розроблення інвестиційної стратегії, управління реальними і фінансовими інвестиціями, управління формуванням інвестиційних ресурсів. За змістом він дає основи знань та практичні навички з обґрунтування напрямків інвестиційної діяльності підприємства, зокрема підприємств торгівлі, ресторанного господарства та інших підприємств галузі. Навчальний посібник може використовуватися для вивчення дисципліни «Інвестиційний менеджмент» студентами спеціальності 073 «Менеджмент», а також інших спеціальностей, які вивчають дисципліну «Інвестиційний менеджмент» та окремі питання з управління інвестиціями на підприємстві.

ВСТУП

Змістовна частина навчального посібника охоплює окремі теми, які в цілому розглядають основні питання робочої програми курсу за шістьома розділами:

- Розділ 1. Теоретичні та методологічні засади інвестиційного менеджменту
- Розділ 2. Інвестиційний ринок, його оцінка та прогнозування розвитку.
- Розділ 3. Формування інвестиційної стратегії підприємства.
- Розділ 4. Формування інвестиційних ресурсів підприємства.
- Розділ 5. Управління реальними інвестиціями підприємства.
- Розділ 6. Управління фінансовими інвестиціями підприємства

Основним завданням навчального посібника є оволодіння студентами сучасними методами управління інвестиційною діяльністю: методами розроблення інвестиційної стратегії, управління його реальними та фінансовим інвестиціями, формування інвестиційних ресурсів.

Для засвоєння даної дисципліни необхідні знання з економічної теорії, макро- та мікроекономіки, основи менеджменту, економіки підприємства, маркетингу, аналізу господарської діяльності, фінансів підприємства, гроші та кредит, операційного менеджменту , фінансового менеджменту, логістики, контролінгу, інвестування та управління проектами.

Усі розділи дисципліни мають відносно самостійне значення і можуть бути використовуватись при розробленні дипломних проектів, а також при здійсненні професійної діяльності щодо виконання функцій управління інвестиціями.

Рекомендації щодо порядку вивчення дисципліни наступні:

Кожен розділ має назву і план, який в подальшому розкривається за окремими темами і питаннями.

Кожна тема містить посилання (у квадратних дужках) на літературні джерела як основні, так і додаткові у відповідності до переліку використаних джерел. Отже, є можливість більш детально вивчити окремі питання, додатково використовуючи літературні джерела

Розвиток та поглиблення завдань дисципліни слід шукати за межами навчального посібника в зазначених основних, додаткових та інших літературних джерелах, які, як правило, містять посилання на чинні законодавчі акти або нормативні документи, що регламентують ті чи інші питання дисципліни.

ОСНОВНА ЧАСТИНА

РОЗДІЛ 1
ТЕОРЕТИЧНІ ТА МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ІНВЕСТИЦІЙНОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

ТЕМА 1. СУТНІСТЬ, МЕТА ТА ФУНКЦІЇ ІНВЕСТИЦІЙНОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

1.1 Економічна сутність інвестицій.
1.2 Інвестиційна діяльність підприємства, сутність та стадії інвестиційного процесу.
1.3 Макроекономічні умови здійснення та державне регулювання інвестиційної діяльності.
1.4 Інвестиційний менеджмент: мета та функції

1.1. Економічна сутність інвестицій

Інвестиції як економічна категорія увійшли у вітчизняну наукову літературу і практику наприкінці 80-х років XX століття, коли розпочалася ринкова трансформація суспільства, і спочатку багатьма фахівцями в економічних дослідженнях помилково ототожнювалися з капіталовкладеннями. У міру входження України в ринкову систему господарювання з'ясуванню економічної сутності інвестицій приділялася все більша увага, проте наукова думка досі не дала універсального визначення інвестицій, яке б відповідало потребам теорії та практики господарювання; зумовлено це значною мірою широтою сутнісних сторін цієї складної економічної категорії.

Закон України "Про інвестиційну діяльність" від 18 вересня 1991 року визначає ***інвестиції*** як всі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, у результаті чого створюється прибуток або досягається соціальний ефект.

Відповідно до Закону такими цінностями можуть бути: грошові кошти, цільові банківські вклади, паї, акції та інші цінні папери; рухоме і нерухоме майно (будинки, споруди, обладнання та інші матеріальні цінності); майнові права, що випливають із авторського права, досвід та інші інтелектуальні цінності; сукупність технічних, технологічних, комерційних та інших знань, оформлених у вигляді технічної документації, виробничого досвіду, необхідних для організації виробництва, але не запатентованих ("ноу-хау"); права користування землею, водою, ресурсами, будівлями, обладнанням, а також інші майнові права та цінності.

Сукупність майнових та інтелектуальних цінностей становлять ***об'єкти інвестиційної діяльності.***

Не всі вкладення є інвестиціями. Наприклад, при купівлі цінних паперів, що перебувають в обігу, або земельної ділянки (так звані споживчі інвестиції)

відбувається лише зміна власників, а не реальний приріст капіталу. Такі операції з теоретичного погляду, а також практичного їх здійснення є не інвестиціями, а трансфертними операціями (а інколи просто формою заощаджень). Отже, економічне визначення інвестицій можна сформулювати так: це видатки на створення, розширення, реконструкцію (модернізацію) та технічне переозброєння основного капіталу, а також на пов'язані з цим зміни оборотного капіталу.

До інвестицій необхідно включати і витрати на наукові дослідження та підготовку кадрів, що є інвестиціями в "людський капітал". На сучасному етапі розвитку суспільства така форма інвестицій набуває все більшого значення, бо саме результатом людської діяльності є більшість матеріальних цінностей, а найголовніше – інтелектуальний продукт – як основний фактор розвитку країни, що визначає її економічне становище. З метою обліку, аналізу, планування і контролю використання інвестиції класифікують за певними ознаками (рис. 1.1).

1. *За об'єктами вкладання коштів* – виділяють реальні та фінансові інвестиції. Реальні інвестиції – це вкладення коштів у реальні активи, як матеріальні (будівлі, споруди, обладнання, приріст матеріально-виробничих запасів), так і нематеріальні (ліцензії, патенти, право користування природними ресурсами, «ноу-хау» тощо). До нематеріальних реальних інвестицій також відносять вкладення коштів у наукові дослідження та реалізацію їх результатів, які називаються інноваціями. Під фінансовими інвестиціями розуміють вкладення коштів у різні фінансові інструменти (активи), серед яких найвагомішу роль відіграють цінні папери, зокрема акції та облігації;

2. *За характером участі в інвестуванні* – розрізняють на прямі та непрямі інвестиції. Під прямими інвестиціями розуміють безпосередню участь інвестора у виборі об'єктів інвестування та вкладання коштів. Непрямі інвестиції передбачають вкладання коштів через опосередкованих осіб (інвестиційних та інших фінансових посередників);

3. *За періодами інвестування* – інвестиції поділяють на: короткотермінові, що передбачають вкладання коштів в об'єкти на період переважно не більше одного року (наприклад, короткотермінові депозитні вклади, короткотермінові ощадні сертифікати, облігації, казначейські зобов'язання тощо); середньотермінові з періодом інвестування від одного до трьох років (наприклад, облігації підприємств, депозитні вклади з відповідним терміном функціонування або реальні інвестиції в швидкоокупні проекти); довготермінові з періодом інвестування понад три роки (довготермінові облігації, казначейські білети та реальні інвестиції в проекти з відповідним терміном функціонування); безтермінові інвестиції з невизначеним терміном вкладення (наприклад, акції підприємств, нерухомість, антикваріат тощо);

4. *За формами власності інвестиційних ресурсів* – вирізняють інвестиції: приватні, здійснювані громадянами, недержавними підприємствами, господарськими товариствами, а також громадськими та релігійними організаціями; державні, здійснювані органами влади та управління державою за рахунок коштів бюджетів, позабюджетних фондів, позичкових коштів, а

також державними підприємствами та установами за рахунок власних і позичених коштів, та спільні, здійснювані громадянами та юридичними особами певної країни і чужоземних держав;

5. *За територіальною ознакою* – інвестиції внутрішні, іноземні та закордонні. Під внутрішніми інвестиціями розуміють вкладення коштів в об'єкти інвестування, розміщені в територіальних межах певної країни. Іноземні інвестиції – вкладання капіталу іноземними юридичними і фізичними особами й іноземними державами, міжнародними урядовчими і неурядовими організаціями.

Закордонні – вкладення коштів в об'єкти інвестування за межами території даної держави.

Розглянута класифікація відбиває лише найсуттєвіші ознаки інвестицій. Вона може бути поглиблена залежно від підприємницьких чи дослідницьких цілей.

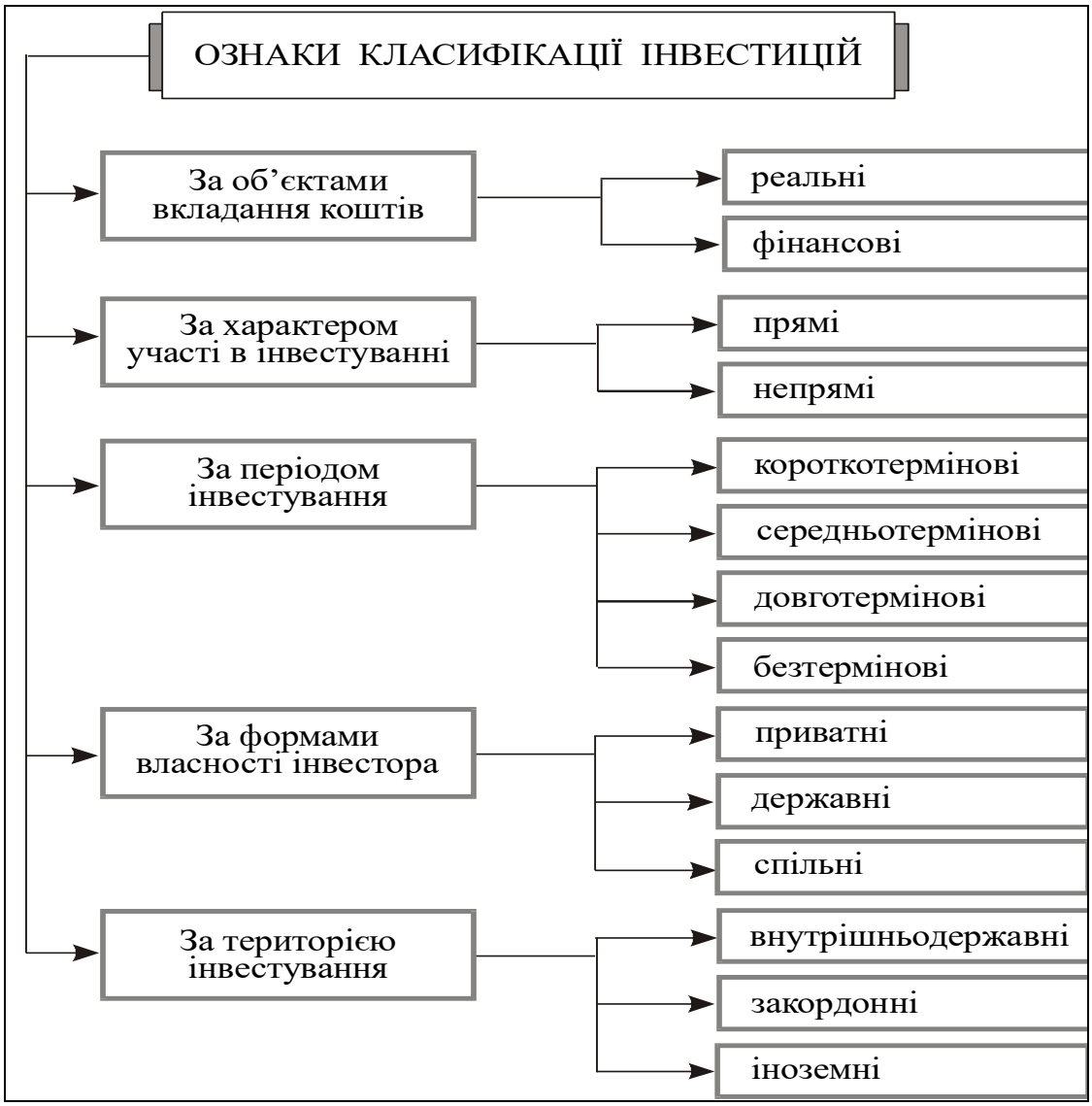

Рис. 1.1. Класифікація інвестицій за окремими ознаками

Крім наведених вище видів інвестицій часто виділяють ризикові та безризикові інвестиції, початкові, високоліквідні та неліквідні інвестиції, високодохідні інвестиції, ануїтет.

Ризикові інвестиції (від англ. venture – ризикувати) – як правило, венчурні інвестиції у нові види діяльності, пов'язані з великим ризиком. Ризикові вкладення характерні для малих інноваційних фірм у галузі нових технологій та продуктів. Рівень ризику за об'єктами інвестування цієї групи суттєво перевищує середньоринковий, проте це має забезпечувати найвищий рівень інвестиційного прибутку.

Об'єктом інвестування для венчурних інвесторів є не вже діючі підприємства, а новостворені, які організуються для здійснення певного проекту (найчастіше такого, який ґрунтується на нових технологіях) і залучення для цього зовнішнього фінансування.

Безризикові інвестиції – це вкладення переважно у державні, казначейські цінні папери або в такі об'єкти інвестування, за якими практично гарантовано отримання запланованого обсягу прибутку.

Початкові інвестиції характеризують використання первісно сформованого для інвестиційних цілей капіталу (за рахунок внутрішніх та зовнішніх джерел інвестиційних ресурсів підприємства).

Перед інвестором завжди стоїть альтернатива: надати перевагу довготерміновим інструментам або об'єктам інвестування з відповідно диференційованим рівнем інвестиційного доходу чи обрати для інвестиційної діяльності короткотермінові інструменти. У свою чергу ступінь ризику інвестицій прямо залежить від рівня їх очікуваної дохідності. Різним формам та видам інвестицій властивий різний рівень ліквідності, який визначається з урахуванням періоду.

Ануїтет (від нім. annuitat – щорічний платіж) – це інвестиції, які приносять вкладнику визначені грошові надходження через регулярні проміжки часу (хоча можливі і випадки, коли обсяг платежу змінюється з часом у бік збільшення або зменшення). Надходження (сплата) грошових засобів може здійснюватися як на початку кожного конкретного періоду (обов'язковий ануїтет), так і наприкінці визначеного періоду (звичайний, або відкладений, ануїтет). Отже, ануїтет становить вид фінансової ренти і, як правило, це вкладення капіталу в акції, облігації, нерухомість, яка дає дохід, у страхові та пенсійні фонди. якого інвестований капітал може бути повернено у грошову форму без втрати його реальної ринкової вартості.

Останнім часом в економічній літературі визначають ще одну важливу форму інвестицій, яку можна було б назвати *фінансові права*. Фінансові права випливають зі взаємозв'язку інвестиційної діяльності й державного регулювання умов її здійснення передусім податково-амортизаційними методами. Так, якщо держава в особі уповноважених органів влади надає юридичним і фізичним особам податкові пільги або встановлює пільгові норми амортизаційних відрахувань (прискореної амортизації), то здійснюється інвестування коштів держави в розвиток даного підприємства.

Виступаючи носієм переважно економічних характеристик та інтересів, інвестиції фактично є суб'єктом економічного управління на всіх рівнях економічних систем.

Здійснення інвестицій є найважливішою умовою досягнення стратегічних цілей та тактичних завдань розвитку підприємства, а отже, вони відіграють ключову роль у системі забезпечення його ефективного функціонування. Так, інвестиції підприємства є необхідною умовою зростання його ринкової вартості або ціни, отже, вони слугують і механізмом оптимізації структури капіталу; вони є джерелом формування виробничого потенціалу підприємства. Здійснення інвестиції забезпечує процеси простого та розширеного відтворення основних засобів та нематеріальних активів і є головним інструментом впровадження результатів науково-технічного прогресу, реалізації інноваційної політики підприємства.

Інвестор завжди має прагнути, щоб його інвестиції були довготерміновими – це одне з головних правил інвестування. Інше правило – чим вищий ступінь ризику активів підприємства, тим більшим має бути дохід за ними, для того щоб залучати інвестора.

Реінвестиції – це повторне використання в інвестиційних цілях капіталу, який "працював" у раніше вибраних інвестиційних проектах або товарах, фінансових інструментах інвестування.

Для характеристики реальних інвестицій на макроекономічному рівні в міжнародній практиці використовуються такі показники. Обсяг інвестицій, тобто вартісне відображення капіталу, що вкладається.

Норма інвестицій, що є відношенням обсягу здійснених інвестицій до валового національного продукту (ВНП) чи валового внутрішнього продукту (ВВП) країни.

Коефіцієнт приросту капіталомісткості, що характеризує ефективність інвестицій та ефективність нагромадження. Визначається як відношення валових інвестицій в основний капітал до приросту ВНП за той самий період.

Коефіцієнт капіталомісткості = Валові інвестиції /Приріст ВНП.

Нагромадження – це частина національного доходу, яку використовують для розширеного відтворення.

Навіть у країнах з ринковою економікою ці показники неоднакові, їх рівень коливається залежно від рівня економічного розвитку країни, складу та характеристик основних галузей народного господарства в поточному періоді.

В економічному аналізі розрізняють *валові* та *чисті інвестиції*.

Валові інвестиції характеризують загальний обсяг капіталу, інвестованого у певний період у відтворення основних засобів та нематеріальних активів (у реальному секторі економіки на рівні держави або на рівні підприємства – нове будівництво, реконструкція, розширення, придбання засобів виробництва, приріст товарно-матеріальних запасів, підтримання діючих потужностей).

Чисті інвестиції характеризують обсяг капіталу, інвестованого у розширене відтворення виробничих засобів та нематеріальних активів. У кількісному вираженні чисті інвестиції становлять суму валових інвестицій,

зменшену на суму амортизаційних відрахувань у певний період за всіма видами активів, що амортизуються.

Динаміка обсягу чистих інвестицій відображає характер економічного розвитку підприємства, галузі, держави. Так, на рівні держави, якщо обсяг інвестицій за рік з усіх суб'єктів інвестиційної діяльності дорівнює загальному обсягу нарахованих за рік амортизаційних відрахувань на всіх підприємствах країни, то відбувається процес простого відтворення, що свідчить про відсутність економічного зростання. Якщо обсяг здійснених інвестицій більший від амортизаційного фонду, то це – розширене відтворення, що є бажаним і для країни в цілому, і для конкретного підприємства (може свідчити про зростання обсягів випуску продукції, потенціалу формування прибутків, зростання підприємства).

Якщо обсяг здійснених інвестицій не покриває навіть суми нарахованих амортизаційних відрахувань, то це свідчить про процес згортання економіки.

Основним узагальненим джерелом інвестування є національний дохід, за рахунок якого утворюється фонд нагромадження, що умовно поділяється на фонд відшкодування і фонд відновлення (який і відображає обсяг чистих інвестиційних ресурсів країни). Фонд нагромадження є узагальненим обсягом капітальних вкладень підприємств за рік. Його частка може становити до 30 % національного доходу, що є позитивним явищем для розвитку економіки країни. Дослідження західних економістів свідчать, що понад 70 % приросту валового національного продукту економічно розвинутих країн забезпечується інвестуванням інноваційних процесів.

На обсяг інвестицій впливають багато факторів та окремих макроекономічних процесів, причому в більшості випадків ця залежність може бути як прямою, так і оберненою:

– фактори прямого впливу: частка заощаджень у доходах, %, норма дохідності інвестицій, %, норма амортизації , %

– фактори непрямого впливу: прогнозований рівень інфляції, ставка банківського відсотка, %; ставка податків, % тощо.

Пряма залежність спостерігається між часткою заощаджень у доходах населення та обсягом інвестицій. У свою чергу, зі збільшенням доходу збільшується обсяг інвестицій, спрямованих на заощадження. За винятком ринку нерухомості, валютного ринку та ринку лікувальних засобів спостерігається обернена залежність обсягів інвестицій від темпів інфляції в країні (високий рівень інфляції знецінює майбутній прибуток від інвестицій). Цей фактор має вирішальне значення в разі довготермінового інвестування. Є обернена залежність обсягів інвестицій від ставки банківського відсотка (інвестування у певний об'єкт буде ефективним, якщо дохідність інвестицій перевищує ставку банківського відсотка). Зміна відсоткової ставки впливає як на заощадження, так і на інвестиції, але в протилежних напрямках. Прибуток є основною метою здійснення інвестицій, тому чим вища норма очікуваної дохідності за певним об'єктом вкладення, тим він більш привабливий для інвестора (спостерігається пряма залежність). При збільшенні рівня податкового тиску зменшується попит на інвестиції (обернена залежність).

Збільшення норм амортизації сприяє нагромадженню капіталу (пряма залежність).

1.2. Інвестиційна діяльність підприємства: сутність та стадії інвестиційного процесу

Інвестиційна діяльність – це комплекс заходів і практичних дій юридичних та фізичних осіб (українських або іноземних), а також держави щодо здійснення інвестицій у будь-якій формі з метою отримання прибутку або досягнення соціального ефекту.

Правова система України складається з великої кількості (понад 100) законів та інших нормативних актів, які регулюють весь комплекс питань, пов'язаних з інвестиційною діяльністю підприємства. З них варто особливо відзначити закони України "Про інвестиційну діяльність", "Про державну програму заохочення іноземних інвестицій", "Про банки і банківську діяльність", "Про цінні папери і фондову біржу", "Про режим іноземного інвестування", "Про лізинг".

Сучасна законодавча система нашої країни визначає статус інвесторів – суб'єктів інвестиційної діяльності1, які приймають та реалізують рішення про вкладання власних і запозичених майнових та інтелектуальних цінностей в об'єкти інвестування. Всі суб'єкти інвестиційної діяльності незалежно від форм власності та господарювання мають рівні права на здійснення цієї діяльності, самостійно визначають цілі, напрямки, види обсяги та ефективність інвестицій, залучаючи для їх реалізації на договірній або конкурсній основі будь-яких партнерів.

Об'єктами інвестиційної діяльності можуть бути будь-яке майно, в тому числі основні засоби та оборотні кошти в усіх галузях та сферах народного господарства, цінні папери, цільові грошові вклади, науково-технічна продукція, інтелектуальні цінності, інші об'єкти власності, а також майнові права. Однак згідно із законодавством України забороняється інвестувати об'єкти, створення й експлуатація яких не відповідають екологічним, архітектурним, санітарно-гігієнічним та іншим законодавчо встановленим нормам, або якщо таке інвестування порушує права (інтереси) громадян, юридичних осіб, держави, що гарантуються законом.

Інвесторам надано права володіти, користуватися і розпоряджатися об'єктами і результатами інвестування, включаючи реінвестиції і торговельні операції на території України; у разі необхідності вони можуть об'єднувати кошти для здійснення спільного інвестування; мають право виступати як замовники, вкладники, кредитори, покупці, а також виконувати інші функції учасників інвестиційного процесу.

Якщо замовник не є інвестором, то він наділяється правами володіння, користування й розпорядження інвестиціями на термін та на умовах, що визначаються угодою між учасниками інвестиційного процесу. Якщо користувач об'єкта інвестиційної діяльності не є інвестором (наприклад,

лізингоотримувач), то взаємовідносини між ним та інвестором реалізуються шляхом контракту про інвестування. Крім того, інвестор може передати за контрактом свої права щодо самих інвестицій або їх результатів іншим юридичним та фізичним особам тощо.

Сукупність всіх суб'єктів інвестиційної діяльності діє в інвестиційній сфері, де здійснюється практична реалізація інвестицій. До складу інвестиційної сфери включають: сферу капітального будівництва, що об'єднує діяльність замовників-інвесторів, підрядників, проектувальників, постачальників обладнання та громадян, зайнятих у сфері будівництва; сферу обігу фінансового капіталу (грошового, запозиченого та фінансових зобов'язань у різних формах); інноваційну сферу; сферу реалізації майнових прав інвесторів; екологічну сферу.

Згідно із Законом України "Про інвестиційну діяльність" однією з форм інвестиційної діяльності є ***інноваційна діяльність***, яка здійснюється з метою впровадження досягнень науково-технічного прогресу у виробництво та соціальну сферу і включає випуск, поширення принципово нових видів техніки і технології; прогресивні міжгалузеві структурні зрушення; реалізацію довготермінових науково-технічних програм з великими термінами окупності витрат; фінансування фундаментальних досліджень для здійснення якісних змін у стані продуктивних сил; розробку і впровадження нової, ресурсозберігаючої технології, призначеної для поліпшення соціального й екологічного середовища.

Учасники інвестиційної діяльності повинні мати ліцензію або сертифікат на право її здійснення. Отже, поряд з правами інвесторів чинне законодавство передбачає і певні їх обов'язки. Зокрема, суб'єкти інвестиційної діяльності зобов'язані вчасно подавати до фінансових органів правильно оформлену декларацію про обсяги і джерела здійснюваних ними інвестицій; мати дозвіл державних органів і спеціальних служб на капітальне будівництво; мати висновки (результати) обов'язкової експертизи інвестиційних проектів стосовно дотримання технологічних, санітарно-гігієнічних, радіаційних, екологічних і архітектурних вимог; дотримуватися державних норм і стандартів; своєчасно подавати відповідним органам бухгалтерську і статистичну звітність; не допускати недобросовісної конкуренції; виконувати вимоги антимонопольного законодавства; мати ліцензію на виконання спеціальних видів робіт, які потребують відповідної атестації виконавця.

При вужчому тлумаченні поняття інвестиційної діяльності застосовують термін ***"інвестиційний процес"*** – це поняття звичайно пов'язується з обґрунтуванням і реалізацією реальних інвестиційних проектів (об'єктів реального інвестування, запланованих до реалізації у формах придбання, реконструкції, розширення, нового будівництва тощо, які обґрунтовані бізнес-плануванням). Значні широкомасштабні проекти мають велику кількість стадій (фаз) реалізації. Однак можна вважати, що *найбільш характерними стадіями інвестиційного процесу є* такі:

– мотивація інвестиційної діяльності;

– науково-дослідні, експериментально-конструкторські роботи та розробка технічних і технологічних параметрів об'єктів інвестування;

- прогнозування і програмування інвестицій, обґрунтування можливостей та доцільності інвестицій;
- державне регулювання інвестиційного процесу, дослідження економіко-правових умов здійснення інвестиційної діяльності;
- планування інвестицій та їх страхування;
- фінансування інвестиційного процесу;
- проектування і ціноутворення, забезпечення інвестицій матеріально-технічними ресурсами, підготовка кадрів; освоєння інвестицій та підготовка до виробництва продукції;
- попередня здача і приймання в експлуатацію, кінцева здача об'єкта в експлуатацію;
- утилізація реального об'єкта інвестиційної діяльності.

Освоєння інвестицій означає їх капіталізацію, тобто створення фінансових і реальних активів. Однак реалізація інвестиційного проекту не закінчується введенням в експлуатацію, оскільки в процесі експлуатації проект іноді потребує нових інвестицій для підтримання виробництва і його розвитку.

Отже, *інвестиційний процес,* під яким доцільно розуміти процес безперервного створення основних засобів і виробничих потужностей від початку розробки їх техніко-економічних параметрів і до повного досягнення проектних показників, можна умовно поділити на три основні стадії:

перша – передінвестиційна науково-проектна підготовка (починаючи з науково-дослідних та експериментально-конструкторських, проектно-пошукових робіт і розробки проектів як майбутніх моделей об'єктів інвестування до остаточного прийняття інвестиційного рішення);

друга – інвестиційна (проектування, укладання контрактів, спорудження чи облаштування приміщень, підготовка, навчання персоналу) і

третя – виробничо-експлуатаційна стадія (уведення в дію, освоєння технологічних процесів і забезпечення функціонування нового виробничого об'єкта з виходом на проектну потужність).

Кожна з цих стадій передбачає кілька етапів, які, у свою чергу, можна поділити на підетапи, або види, робіт. Дуже важливою за значенням і впливом на якість та ефективність кінцевих результатів є перша стадія інвестиційного процесу (науково-проектна підготовка), яка, проте, недостатньо висвітлена в наукових джерелах, особливо в Україні.

Проте результат однієї стадії сам по собі найчастіше не можливий без використання результатів інших стадій. Так, здійснення певного проекту без попередніх наукових розробок, зведення об'єкта без планування та фінансування і т. ін. або просто не можливе, або не має споживчої вартості.

Отже, інвестиційний процес визначається як ряд інвестиційних циклів, що повторюються. Детально всі стадії, етапи та види робіт за окремими фазами інвестиційного циклу буде нами розглянуто у спеціальному розділі, присвяченому основам інвестиційного проектування.

Основним напрямком розширеного відтворення та прискорення інвестиційних процесів є інтенсифікація, яка пов'язана зі скороченням часу між витрачанням ресурсів і одержанням бажаних результатів. Досягти підвищення ефективності виробництва можна лише за умов інтенсифікації інвестиційних процесів, при цьому важливо максимально скорочувати розрив у часі між розробкою нової техніки і її впровадженням та освоєнням на підприємствах. Інвестиційний процес впливає на розвиток галузей народного господарства в цілому та промисловості зокрема. Своєчасна і збалансована його реалізація у територіально-галузевому розрізі справляє стабілізуючий і стимулюючий вплив на розвиток та розміщення продуктивних сил країни.

Інвестиційний цикл як невід'ємна складова процесу розширеного відтворення економіки досягає найвищої ефективності тоді, коли реалізація інвестицій і створення основних засобів збігаються з черговою хвилею створення нової техніки і технологій. Періодична хвилеподібна зміна поколінь машин і устаткування, науково-технічних напрямків та організаційно-економічних систем відображає загальну закономірність науково-технічного прогресу та неухильний розвиток продуктивних сил щодо підвищення ефективності суспільного виробництва.

У свою чергу, реалізація досягнень науково-технічного прогресу здійснюється через інвестиційний процес, і основне навантаження при цьому припадає на першу його стадію, зокрема на науково-дослідні, експериментально-конструкторські роботи. Таким чином, успішне проведення підготовчої стадії інвестиційного процесу приводить до підвищення науково-технічного рівня всього процесу розширеного відтворення економіки.

Ефективна інвестиційна діяльність підприємства, досягнення поставлених цілей та основних завдань розвитку економіки підприємства реалізується шляхом здійснення конкретних функцій управління інвестиційною діяльністю, повна і послідовна практична реалізація яких є надійною запорукою активної інвестиційної політики та ефективної господарської діяльності підприємства.

1.3. Макроекономічні умови здійснення та державне регулювання інвестиційної діяльності

Ефективне здійснення підприємством господарської діяльності у довготерміновій перспективі та забезпечення високих темпів розвитку, підвищення конкурентоспроможності за умов переходу до ринкової економіки великою мірою визначаються рівнем інвестиційної активності та масштабами інвестиційної діяльності. У макроекономічному аспекті інвестиційна діяльність є процесом закладання майбутнього економіки країни, оскільки зростання обсягів інвестицій сьогодні є підґрунтям високих темпів зростання валового внутрішнього продукту країни в майбутньому. За макроекономічне сприяння інвестиційній діяльності підприємств відповідають органи державної влади країни. Управління інвестиційною діяльністю є свідомим впливом держави на

об'єкти та інвестиційні процеси, а також на учасників цих процесів за допомогою економічних та регулюючих методів, що здійснюється з метою надання необхідної спрямованості інвестиційній діяльності та отримання бажаних результатів.

Нагромадження капіталу є найважливішим об'єктом державного регулювання. Виробництво, привласнення та капіталізація прибутку завжди є головною метою інвестиційної діяльності в ринковій економіці. Тому державна політика заохочення нагромадження насамперед відповідає інтересам господарюючих суб'єктів, забезпечуючи процеси простого та розширеного відтворення.

Інвестиційний процес у державі з ринковою економікою має виходити з додержання таких принципів:

– об’єктивна необхідність визнання довго – і середньотермінових циклів інвестиційної активності;

– взаємодія локальних, галузевих, регіональних і народногосподарських циклів інвестиційної активності;

– формування ринкових важелів в інвестиційній сфері одночасно з аналогічними процесами в інших галузях народного господарства;– логічність і цілісність інвестиційного циклу;

– спадкоємність у реалізації конкретних заходів, пріоритетність спрямування коштів для реалізації інвестиційного процесу.

До шляхів активізації інвестування в Україні можна віднести такі:

1. Реформа підприємств, яка передбачає перехід до загальноприйнятих у світовій практиці стандартів бухгалтерського обліку, оцінку основних виробничих фондів відповідно до їх реальної ринкової вартості, суттєве покращення корпоративного управління.

2. Страхування майна (особливо великих підприємств).

3. Розвиток інфраструктури, форм і методів залучення до інвестиційної сфери заощаджень населення.

4. Іпотека. Необхідно активно сприяти становленню системи житлового іпотечного кредитування, формуванню вторинного ринку іпотечних кредитів для залучення у сферу банківського кредитування вагомих довгострокових позабюджетних фінансових ресурсів.

5. Залучення в Україну зовнішніх джерел фінансування, зокрема іноземних інвестицій. Забезпечення зростання обсягу надходжень у країну іноземних інвестицій залежить, по-перше, від поліпшення макроекономічної ситуації в країні в цілому. Насамперед це стосується зміцнення фінансового становища держави, включаючи скорочення дефіциту консолідованого бюджету, зменшення внутрішнього та зовнішнього державного боргу, реформування відносин власності, вдосконалення податкової системи, зміцнення економічної стабільності з подальшим зростанням темпів ВВП. По-друге, зростання обсягів іноземних інвестицій визначається здійсненням заходів економічного, нормативно-правового, інформаційного та організаційного механізмів залучення іноземного капіталу, які здатні забезпечити стабільні умови для інвесторів.

6.Важливим кроком на шляху до активізації процесів іноземного інвестування в економіку України вважається впровадження дійових механізмів приватизації підприємств стратегічними іноземними інвесторами, до яких насамперед належать транснаціональні компанії (наприклад, із США, Німеччини, Південної Кореї та ін.). Транснаціональні компанії (ТНК) мають на меті якомога ширше використовувати потужний ресурсний потенціал країни та досягти прибутку від інвестування шляхом налагодження в Україні власного виробництва, дилерської мережі та експорту продукції.

7. Для активізації інвестиційної діяльності неабияке значення має стимулювання лізингових операцій – гарантованого товарного інвестування. Він має ряд переваг. По-перше, лізинг більше за інших наближений за своєю суттю до довгострокових банківських кредитів, що нині так необхідні підприємствам. По-друге, лізинг дає змогу забезпечити оперативність і гнучкість у вирішенні виробничих завдань шляхом тимчасового використання устаткування, а не придбання його у повну власність. По-третє, лізинг робить можливим доступ підприємствам-користувачам усіх форм власності до найпередовішої техніки і дає змогу ліквідувати суперечності між необхідністю її використання та швидким її моральним старінням.

8. Розвиток мережі інвестиційних фондів і компаній. У зв’язку з цим великого значення набуває надходження венчурного (або ризикового) капіталу, який тісно пов’язаний з фінансуванням інновацій та науково-технічним прогресом. Основними галузями в Україні, які потребують ін’єкції ризикового капіталу, є передусім агропромисловий комплекс, енергетика, транспорт, зв’язок..

Державне регулювання інвестиційної діяльності здійснюється з метою реалізації економічної, науково-технічної та соціальної політики і визначається планами і програмами розвитку народного господарства, бюджетами та передбаченими в них обсягами державного фінансування. При цьому створюються пільгові умови для інвесторів, які здійснюють інвестиційну діяльність у найважливіших для задоволення суспільних потреб напрямках, і насамперед у напрямку технічного вдосконалення виробництва та впровадження відкриттів і винаходів.

Інвестиційна політика держави є складовою економічної політики щодо забезпечення довготермінового розвитку економіки і становить систему заходів, спрямовану на формування централізованих та децентралізованих фондів фінансових ресурсів, у результаті цільового використання яких забезпечується ефективність процесів розширеного відтворення економіки. Отже, державна інвестиційна політика є сукупністю макроекономічних підходів і рішень, що визначають напрямки інвестування, мобілізують засоби підприємств та створюють сприятливий інвестиційний клімат за допомогою податкових, амортизаційних пільг, методів грошово-кредитного регулювання, забезпечують інституційну визначеність в управлінні процесом залучення, планування та реалізації інвестицій.

Основними стратегічними цілями інвестиційної політики є такі: створення сприятливого інвестиційного клімату і стимулювання припливу

капітальних вкладень у виробництво; інвестиційне забезпечення структурної перебудови економіки; мобілізація всіх джерел інвестиційних ресурсів та їх ефективне використання; стимулювання розвитку промислової сфери економіки; забезпечення зростання валового внутрішнього продукту і створення умов для нарощування внутрішніх інвестиційних ресурсів.

У держави є як важелі прямої дії у вигляді централізованих державних капітальних вкладень в об'єкти загальнодержавного значення, розвиток державного сектору економіки, так і засоби непрямого регулювання інвестиційного середовища за допомогою бюджетної та грошово-кредитної політики (так звані економічні методи державного регулювання).

Основними економічними системами управління інвестиційною діяльністю є система оподаткування, фінансово-кредитна система, система платежів за виробничі та природні ресурси, система економічних стимулів та санкцій, цінова система.

Дієвим суб'єктом інвестиційного процесу в державі з ринковою економікою є її фінансово-кредитна система, до якої входять найрізноманітніші структури: національні, комерційні, інвестиційні та ощадні банки; товарні, фондові, трудові біржі; торгово-посередницькі фірми; комерційні центри; страхові, брокерські, дилерські компанії; інвестиційні інститути як спеціалізовані учасники фондового ринку; пенсійні фонди.

Грошово-кредитна політика держави – це сукупність заходів у сфері грошового обігу, спрямованих на регулювання господарської кон'юнктури шляхом впливу на стан грошового кредиту та грошового обігу. Грошово-кредитна політика впливає на інвестиційні умови, регулюючи грошовий обіг і роботу банківської системи, яка, по суті, репродукує зростання або скорочення коштів в економічній системі, впливає на темпи інфляції в країні. Грошово-кредитне регулювання, спрямоване на стимулювання кредиту та грошової емісії, дістало назву кредитної експансії, спрямоване на стримування та обмеження, – кредитної рестрикції. Таке регулювання здійснюється переважно через центральний національний банк країни (наприклад НБУ) шляхом впливу на попит і пропозицію на залучені кошти.

Методи (інструменти) грошово-кредитного регулювання поділяються на дві групи: загальні (впливають на ринок позикових капіталів у цілому) та селективні (призначені для регулювання конкретних видів кредиту або кредитування окремих підприємств, регіонів).

Основними загальними методами грошово-кредитного регулювання є такі.

Облікова (залікова) ставка національного банку, за якою він продає кредитні ресурси комерційним банкам, збільшуючи або зменшуючи обсяги кредитних джерел для фінансування інвестицій (дисконтна політика). Підвищення облікової ставки за кредитами спонукає інші кредитні установи скорочувати позики, спричинює підвищення відсоткових ставок і, зрештою, скорочення кредитних операцій.

Встановлення та коригування мінімальних норм обов'язкових страхових резервів, які фінансові інститути країни зобов'язані зберігати в центральному

банку; тим самим відволікається певна частина їхніх коштів від активного використання для кредитування та інвестування.

Проведення державними установами операцій на ринку цінних паперів, таких як емісія державних зобов'язань, торгівля ними та їх погашення. Наприклад, купівля центральним банком у комерційних банків державних цінних паперів, банківських акцептів тощо за ринковим або заздалегідь оголошеним курсом збільшує залишки на їхніх резервних рахунках. Операції на відкритому ринку є гнучким інструментом регулювання ліквідності комерційних банків, а отже, й інвестиційного попиту.

До селективних (вибіркових) методів грошово-кредитного регулювання належать такі. Контроль окремих видів кредитів, що здійснюється з метою перерозподілу обмежених позикових капіталів (інвестицій) на користь окремих галузей у періоди особливої напруженості на ринку капіталів, а також зменшення загального обсягу споживчого попиту (здійснюється щодо кредитів під заставу біржових цінних паперів, споживчих позик на купівлю товарів у розстрочку, іпотечного кредиту).

Регулювання ризику та ліквідності банківських операцій. Оскільки ризик банківської діяльності визначається співвідношенням виданих кредитів і власних коштів банку, то за допомогою численних законів, інструкцій і т. ін. уряд країни регулює операційну діяльність банків та намагається вплинути на це співвідношення.

У світовій практиці ***операції з цінними паперами*** вважаються найдієвішими методами грошово-кредитного регулювання інвестиційної діяльності. Встановлюючи вигідні умови (у вигляді ціни чи дивідендів) для своїх цінних паперів, держава стимулює їх купівлю юридичними чи фізичними особами, тим самим зменшуючи кількість вільних грошей, які можуть бути використані для кредитування інвестицій через банківську систему, і навпаки.

Кредитна експансія проводиться в періоди економічного спаду, коли необхідно активізувати ринкову кон'юнктуру, підвищити інвестиційну активність, збільшити обсяги виробництва і зайнятість. Вона здійснюється шляхом зниження офіційних ставок центральних банків і розширення лімітів на їх облікові та ломбардні операції, зміни (або скасування) норм обов'язкових резервів кредитних установ, збільшення обсягів купівлі у комерційних банків іноземної валюти і зниження відсоткових ставок за цими операціями, скасування кількісних обмежень на кредити.

У випадку, коли економічне зростання супроводжується галузевими диспропорціями, "перегріванням" ринкової кон'юнктури, спекуляціями, біржовою активністю та зростанням цін центральні банки проводять політику кредитної рестрикції. Подорожчання та обмеження кредитних ресурсів змушує інвесторів вкладати кошти тільки в найбільш ефективні, найприбутковіші проекти, сприяє зростанню державних інвестицій, залученню коштів на депозити фінансово-кредитних установ.

Оскільки ринкова економіка розвивається циклічно (періоди швидкого зростання й активного інвестування змінюються економічними кризами, падінням темпів, а іноді й абсолютних значень ВВП), головна мета державного

регулювання – вирівнювати циклічні коливання, гальмуючи надлишкову інвестиційну активність у періоди піднесення та штучно стимулюючи інвестиції перед спадами виробництва.

Непряме державне економічне регулювання здійснюється також засобами бюджетної політики. ***Бюджетні важелі*** – це встановлена державою система різних видів податків, що практично визначають таку систему перерозподілу доходів підприємств і громадян країни, яку держава вважає (на певному етапі розвитку економіки) оптимальною для формування прибуткової частини бюджету та збереження у підприємств і підприємців ринкових стимулів до роботи та отримання прибутків. Податки є головним засобом мобілізації фінансових коштів для покриття державних інвестицій. Державне регулювання за допомогою податків вирішальною мірою залежить від вибору податкової системи, рівня податкових ставок, видів та розміру податкових пільг.

Зменшуючи податкові ставки на прибуток, держава збільшує чисті прибутки підприємств, створює додаткові стимули для інвестування, здійснення господарської діяльності, зростання зайнятості та пожвавлення ринкової кон'юнктури. Змінюючи рівень непрямих податків, держава впливає на фонд споживання в цілому та рівень цін.

Захист національного інвестиційного ринку називається протекціонізмом, який здійснюється насамперед за допомогою високих митних податків та зборів на товари, що імпортуються, податків на іноземні інвестиції, обмежень або заборони ввезення окремих товарів. Підвищення митних податків призводить до зниження зовнішньоторговельного обороту, посилення з боку іноземних торговельних партнерів жорстокості умов національного експорту, згодом можливе і подорожчання вітчизняних товарів. Однак зниження або скасування митних податків тягнуть за собою надзвичайне загострення конкуренції на внутрішньому ринку (часто не на користь національного товаровиробника).

Податкова система має бути достатньо гнучкою, щоб стимулювати розвиток галузей або регіонів, підприємств, які відповідають цілям державної інвестиційної політики. Досить широко застосовуються знижки з податків на прибуток, що спрямовується на наукові дослідження та розробки, впровадження їх результатів у виробництво, на капітальні вкладення або створення нових робочих місць, охорону навколишнього природного середовища. Широко впроваджується диференційоване оподаткування розподіленого (на виплату дивідендів) та нерозподіленого прибутку (на розширення діяльності підприємств). Зниження ставок на нерозподілений прибуток стимулює самофінансування інвестицій, але у разі одночасного підвищення податку на розподілений прибуток (на суму дивідендів) можливі падіння курсів акцій підприємства та скуповування їх зовнішніми інвесторами, і навпаки.

Зазначимо, що із загальним зниженням податкових ставок надходження до бюджету країни не обов'язково будуть скорочуватися. Як показує світова практика здійснення таких заходів, навпаки, за рахунок активізації господарської та інвестиційної діяльності підприємств приводить до збільшення надходжень до бюджету (навіть у короткотерміновій перспективі,

не кажучи вже про довготермінову), цьому сприяє також вихід економіки з "тіні". Проте практика надання економічно необґрунтованих податкових пільг (виявляється в кількості створених спеціальних вільних економічних зон, пріоритетних галузей тощо) не сприяє підвищенню ефективності інвестицій.

Особливу роль у звільненні чистого прибутку від податків шляхом включення до витрат виробництва відіграє прискорене амортизаційне списання основного капіталу. Перерахування його до *амортизаційного фонду* та використання на фінансування інвестицій на сьогодні є головним методом стимулювання нагромаджень для інвестицій та важливим інструментом впливу на господарський цикл. Пільги щодо амортизації можуть встановлюватися диференційовано для окремих галузей і сфер економіки, елементів основних засобів, видів устаткування.

Прямі (адміністративні) методи державного регулювання базуються на силі державної влади та реалізуються за допомогою засобів заборони, дозволу та примусу (вони не пов'язані зі створенням додаткових матеріальних стимулів або небезпекою фінансових збитків). Застосування цих методів у більшості розвинених держав обмежується насамперед охороною навколишнього середовища, соціальним захистом, грошовими реформами, антимонопольними заходами, але роль таких методів значно зростає під час кризових явищ в економіці країни. Із розвитком ринкової економіки функції прямого впливу держави на інвестиційний процес постійно звужуються, це дає змогу більше уваги зосередити на методах опосередкованого впливу, які держава як учасник інвестиційного процесу реалізує через свої інститути.

Важливе значення має ***метод податкового регулювання*** інвестиційної діяльності з використанням інвестиційного кредиту. У світовій практиці господарювання він становить знижку з нарахованої суми податку, що підлягає виплаті в розмірі певного відсотка від вартості придбаного обладнання чи устаткування. Ставка податкового кредиту варіюється у значних межах залежно від терміну служби придбаного обладнання (максимальний розмір – 7—10 %, а мінімальний – 2—3 % загальної вартості інвестованих в обладнання коштів).

Ціна та ціноутворення, що є складовими цінової системи, в інвестиційній діяльності також виконують регулюючу функцію. У розвиненій ринковій економіці ціни є основним інструментом урівноваження попиту та пропозиції на товари і послуги, в адміністративно керованій системі (економіці) – це інструмент впливу з боку уряду. Наприклад, при здійсненні інвестиційної діяльності на промислову продукцію, перелік якої визначено Кабінетом Міністрів України, встановлюються фіксовані ціни й тарифи; на продукцію або послуги виробничо-технічного призначення у певних галузях фінансовими органами країни встановлюються договірні оптові ціни з урахуванням гранично можливого рівня рентабельності (визначається у відсотках до собівартості продукції).

Динаміка і структура цін відображають загальний стан економіки країни. Водночас самі ціни значно впливають на структуру господарства, умови здійснення інвестицій, стійкість національної валюти, соціальну сферу.

До інших основних форм впливу держави на інвестиційний процес, крім вже зазначених відносять регулювання об'єктів і сфер інвестування; роздержавлення та приватизацію, ліцензування і квотування експорту та імпорту інвестицій, державний лізинг і стандартизацію; експертизу інвестиційних проектів.

Прийняття законів та інших нормативних актів, що регулюють інвестиційну діяльність, належить до найважливіших умов реалізації інвестиційної політики. Законодавчі акти регулюють інвестиційну діяльність господарюючих суб'єктів у різних організаційно-економічних умовах.

Регулювання об'єктів і сфер інвестування визначає загальні вимоги до їх вибору і формує найбільш пріоритетні напрямки вкладення капіталу. Наприклад в Україні відповідно до державної програми залучення іноземних інвестицій пріоритетними сферами інвестування визнані такі: агропромисловий, лісопромисловий, паливно-енергетичний і металургійний комплекси; машинобудування, легка, медична і хімічна промисловість; зв'язок, транспортна і соціальна інфраструктури.

Регулювання участі інвесторів у приватизації здійснюється відповідно до законодавства і гарантує інвесторам право брати участь у приватизації окремих підприємств і об'єктів незавершеного будівництва, право бути акціонером. Прискорення приватизації часто дає змогу істотно активізувати інвестиційну діяльність. Як показує досвід, чим більше країна просунулася шляхом приватизації, тим охочіше іноземні інвестори вкладають капітал у різні інвестиційні проекти.

Експертиза інвестиційних проектів є обов'язковою для об'єктів, що реалізуються за рахунок бюджетних і позабюджетних коштів. Інвестиційні проекти, здійснення яких фінансується за рахунок інших джерел, підлягають державній експертизі щодо дотримання екологічних та санітарно-гігієнічних вимог. Проекти, для здійснення яких іноземні інвестори в Україні намагаються отримати додаткові податкові, митні та інші пільги, оцінюються за особливими критеріями. Поряд із належністю до пріоритетних сфер економіки, такі інвестиційні проекти мають сприяти створенню нових робочих місць на підприємствах; забезпечувати впровадження ресурсозберігаючих і екологічно безпечних технологій; орієнтуватися на зниження енерговитрат і раціональне використання сировинної бази України; бути конкурентоспроможними на міжнародному ринку. Експертизу таких проектів здійснює Агентство міжнародного співробітництва та інвестицій (AMCI), спираючись на висновки створеної цією організацією незалежної експертної комісії.

Регулювання умов здійснення інвестицій за межі держави покладено в Україні на Національний банк.

Відповідно до чинних нормативних актів є певні умови надання індивідуальних ліцензій на здійснення резидентами інвестицій за кордон:

– резиденти (постійно функціонуючі представники) можуть здійснювати інвестиції за межі України, взявши участь у спільно створених з іноземними юридичними або фізичними особами підприємствах; створивши за кордоном філії підприємства, що повністю належать вітчизняним інвесторам;

– придбавши нерухоме та рухоме майно, цінні папери тощо; інвестиції за кордон здійснюються резидентами виключно за рахунок власних коштів; використання для цього позичкових (запозичених) коштів заборонено;

– усі види грошових інвестицій за кордон мають здійснюватися лише у безготівковій формі й тільки через кореспондентські рахунки уповноважених банків у банках країн інвестування;

– усі надходження в іноземній валюті (прибуток або дивіденди) від інвестиційної діяльності за кордоном мають бути зараховані на валютні рахунки резидентів.

Загальну схему важелів державного регулювання умов здійснення інвестиційної діяльності показано на рис. 1.2.

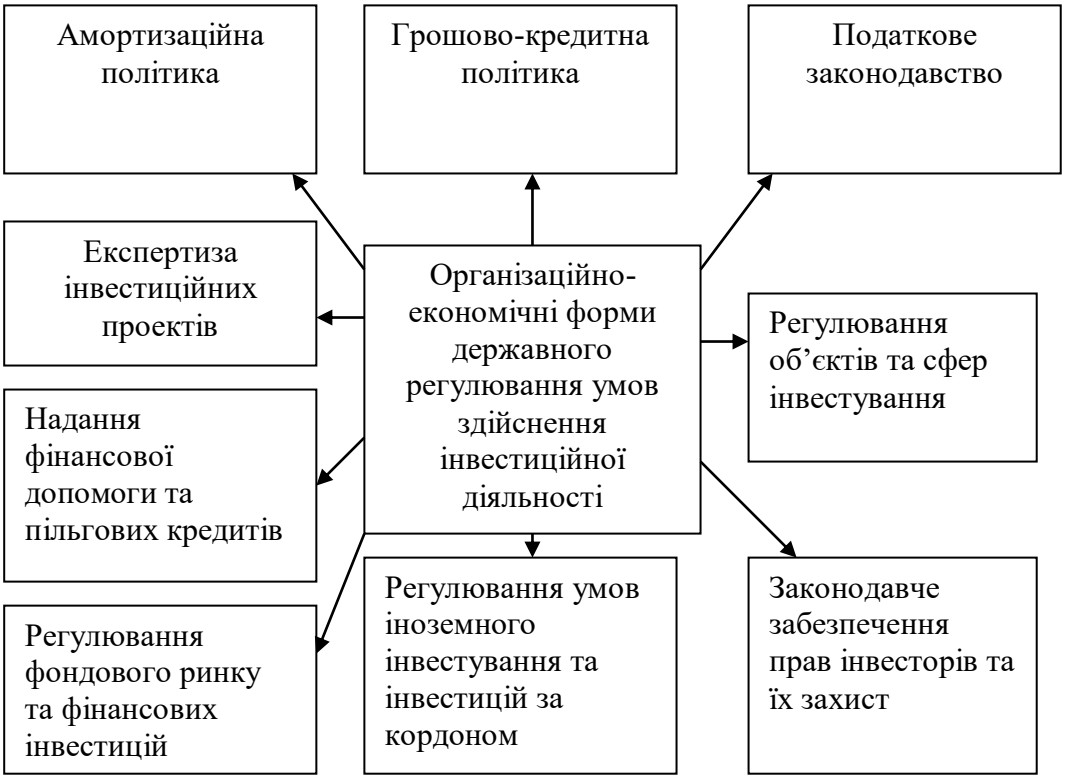

Рис. 1.2. Форми державного регулювання інвестиційної діяльності

Для порівняння: відповідно до світового досвіду існують такі методи державного стимулювання інвестиційної діяльності (табл. 1.1).

Отже, створення сприятливого *інвестиційного клімату* в державі, галузі, регіоні або на окремому підприємстві пов'язане з чітким регулюванням інвестиційної діяльності. ***Інвестиційний клімат*** формується під впливом різноманітних політичних, інституційних, правових, економічних і соціальних чинників: політична і фінансова стабільність, ступінь державного втручання в економіку; рівень загальноекономічного розвитку країни; рівень розвитку ринкової та інвестиційної інфраструктури; характеристика банківської сфери; стабільність національної валюти; характеристика податкової системи; вартість та кваліфікація робочої сили; купівельна спроможність населення; наявність та доступ до факторів виробництва; рівень криміногенних та інших ризиків.

Таблиця 1.1 Методи державного стимулювання інвестиційної діяльності

Форми	**Інструменти**
Податкове стимулювання	Зниження ставки податку Інвестиційна податкова знижка Відміна податків на реінвестування Податкові угоди з іншими країнами Податкові кредити
Фінансове стимулювання	Прискорена амортизація Пільгові кредити Інвестиційні гарантії Безвідсоткові кредити
Інфраструктурне забезпечення	Надання земельних ділянок у безоплатне користування або за пільговими цінами Надання необхідних приміщень у безоплатне користування або за пільговими цінами
Стимулювання конкретних інвестиційних проектів	Цільове фінансування ресурсо- і природозберігаючого обладнання Цільове фінансування проектів, зорієнтованих на підвищення кваліфікації, перепідготовку кадрів, поліпшення умов праці Сприяння у проведенні техніко-економічного обґрунтування проектів

Забезпечення сприятливого інвестиційного клімату та інвестиційної привабливості окремих галузей чи регіонів здійснюється за допомогою державного регулювання інвестиційної діяльності через податкові пільги та канікули, пільгові кредити, державні субсидії, заохочення створення підприємств із іноземними інвестиціями, міжнародних концернів і консорціумів, вільних (спеціальних) економічних зон.

Прямі бюджетні інвестиції в державний сектор, система соціальних бюджетних програм впливають на загальну структуру сукупного попиту, що у свою чергу стимулює виробництво та інвестування. Але роль держави в інвестиційному процесі не обмежується бюджетним фінансуванням державного сектору і таких дорогих капіталомістких процесів, як стимулювання науково-технічного прогресу, відтворення кваліфікованої робочої сили, інвестування у виробничу інфраструктуру.

Держава здійснює інвестування галузей і виробництв, продукція яких має загальнонаціональне значення і які найближчим часом не підлягають приватизації, або тих, де держава є замовником та споживачем продукції (оборонна промисловість, окремі об'єкти загальнодержавної інфраструктури – магістралі, термінали тощо). З держбюджету інвестуються збиткове виробництво продукції агропромислового комплексу, а також ті виробництва,

де спостерігається спад (агрегати, вузли, запасні частини, які споживаються вітчизняними виробниками) тощо.

1.4. Інвестиційний менеджмент: мета та функції

Забезпечення високих темпів економічного розвитку підприємства та його ефективна діяльність у довготерміновій перспективі, а також підвищення конкурентоспроможності за умов переходу до ринкової економіки значною мірою визначаються рівнем інвестиційної активності та масштабами інвестиційної діяльності підприємства, які у свою чергу залежать від ефективності механізму управління цією діяльністю.

Здійснення підприємством інвестиційної діяльності неможливе без знання теорії і практики прийняття управлінських рішень у галузі розробки ефективних її напрямків, ретельної експертизи окремих об'єктів можливого інвестування, формування оптимально збалансованого інвестиційного портфеля.

Інвестиційний менеджмент – це система принципів і методів розробки і реалізації управлінських рішень, пов’язаних зі здійсненням різноманітних аспектів інвестиційної діяльності.

Механізм управління інвестиційною діяльністю становить систему основних складових, що регулюють процес розробки та реалізації інвестиційних рішень підприємства. До структури цього механізму входять розглянутий нами (у попередньому параграфі) ринковий механізм саморегулювання та ціноутворення на основі попиту і пропозиції на інвестиційних ринках; державне нормативно-правове регулювання інвестиційної діяльності; внутрішній механізм регулювання інвестиційної діяльності підприємства (за окремими напрямками інвестування регулювання здійснюється за допомогою розробленої інвестиційної стратегії та цільової інвестиційної політики, внутрішніх нормативів та вимог до інвестиційної діяльності за окремими її аспектами); система конкретних методів управління, за допомогою яких передбачається досягнення конкретних результатів інвестиційної діяльності.

Важливо усвідомлювати не лише сутність, а й завдання та основні функції управління інвестиційною діяльністю підприємства. Оскільки *основною метою управління інвестиційною діяльністю* є забезпечення найбільш ефективних шляхів реалізації інвестиційної стратегії підприємства на окремих етапах його розвитку, що в кінцевому підсумку набуває конкретного вираження в максимізації ринкової вартості підприємства та підвищенні добробуту його власників у поточному та майбутніх періодах, то в процесі реалізації цієї мети інвестиційна діяльність спрямовується на вирішення таких найважливіших завдань розвитку економіки підприємства (рис. 1.3).

Необхідно зазначити, що відповідно до конкретного об'єкта системи управління, в сучасній теорії управління визначаються також специфічні функції управління інвестиційною діяльністю: управління реальними

інвестиціями; управління фінансовими інвестиціями; управління формуванням інвестиційних ресурсів.

Рис. 1.3. Завдання інвестиційного менеджменту

1. *На основі здійснення лише ефективної інвестиційної діяльності можливе забезпечення високих темпів економічного розвитку підприємст*ва (стратегія підприємства на будь-якому етапі його розвитку з моменту створення передбачає постійне економічне зростання шляхом збільшення обсягу і диверсифікації діяльності, максимально можливу активізацію інвестиційних процесів).

2. Забезпечення максимізації чистого прибутку, що залишається в розпорядженні власників підприємства від інвестиційної діяльності (за наявності альтернативних рішень щодо інвестування треба приймати ті з них, які забезпечують найбільший прибуток у розрахунку на одиницю вкладеного капіталу). Максимізація рівня чистого інвестиційного прибутку має забезпечуватися в межах допустимого інвестиційного ризику, конкретний рівень якого визначається схильністю до ризиків власників або менеджерів підприємства при здійсненні інвестиційної діяльності.

3. Забезпечення мінімізації інвестиційних ризиків за необхідного рівня дохідності інвестицій. Ризики супроводжують практично всі форми та напрямки інвестування і характеризують ймовірність настання несприятливих подій, що спричинять збитки від інвестиційної діяльності. Інвестиційні ризики включають у себе ризики неотримання прибутків у разі нездійснення певних заходів щодо усунення ризиків; ризики зниження дохідності інвестицій, а саме підвищення відсотків за кредити, зниження дивідендів, небезпеку неотримання

позичальником основної частини боргу та відсотків (так званий кредитний ризик); ризики прямих фінансових втрат – біржові ризики (неплатежі за комерційними угодами, комісійними винагородами брокерській фірмі), селективні ризики (ризики неправильного вибору об'єкта або способу вкладення капіталу при формуванні інвестиційного портфеля), ризики банкрутства (рис. 1.4).

Як правило, рівень ризику для певного активу чи варіанта вкладення капіталу з часом збільшується. Мінімізація інвестиційного ризику може бути забезпечена шляхом диверсифікації (урізноманітнення) та лімітування (певного обмеження) інвестиційних вкладень; уникнення певних видів інвестиційних ризиків та їх передача партнерам по інвестиційній діяльності; страхуванням ризиків зміни цін за контрактами на майбутні періоди (хеджування на підвищення або зниження – купівлею та продажем), хеджуванням за допомогою валютних опціонів та форвардних операцій.

4. Забезпечення оптимальної ліквідності інвестицій та можливостей швидкого реінвестування капіталу. Максимізація рівня ліквідності інвестиційного проекту (або портфеля), як правило, супроводжується не лише підвищенням платоспроможності підприємства, а й широкими можливостями реінвестування капіталу у разі необхідності зміни стратегічних цілей підприємства. Однак у цьому разі одночасно спостерігається зниження економічної ефективності інвестиційної діяльності, тому мова йде саме про прийнятну оптимізацію співвідношень рівня дохідності, ризиків та ліквідності здійснених інвестицій.

5. Забезпечення формування необхідних обсягів та оптимальної структури інвестиційних ресурсів з урахуванням потреб (попиту) на довготермінову перспективу. Формування інвестиційних ресурсів є основною вихідною умовою здійснення інвестиційного процесу. їх обсяги та джерела формування визначаються насамперед вартістю їх залучення (вартістю капіталу), урахуванням перспектив розвитку інвестиційної діяльності підприємства, забезпеченням мінімізації витрат на формування інвестиційних ресурсів із різноманітних джерел та відповідного рівня самофінансування інвестиційної діяльності, пошуком найбільш ефективних форм залучення позикового капіталу з різноманітних джерел для здійснення інвестицій.

Оптимальною є структура капіталу, за якої забезпечується найбільш ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності підприємства і коефіцієнтом його фінансової стійкості, тобто яка становить таке співвідношення використання власних та запозичених засобів, за якого максимізується ринкова вартість підприємства.

6. Підтримання фінансової стійкості та платоспроможності підприємства у процесі здійснення інвестиційної діяльності (інвестиційна діяльність завжди потребує залучення значних обсягів фінансових коштів, і, як правило, на тривалий період; за несприятливих умов можуть навіть скластися передумови для банкрутства. Тому формуючи джерела інвестиційних ресурсів слід прогнозувати їхній вплив на фінансову стійкість підприємства та його поточну платоспроможність, а також відповідно оптимізувати структуру

капіталу, що інвестується, та прийнятні для підприємства обсяги інвестиційних грошових потоків).

Рис. 1.4. Ризики інвестиційної діяльності

7. Пошук і обов'язкове здійснення шляхів прискорення реалізації інвестиційних програм та проектів підприємства (економічно це досить вигідно, оскільки прискорення фактичного надходження грошових потоків у вигляді чистого прибутку й амортизаційних відрахувань скорочує терміни використання кредитних ресурсів, залучених для реалізації інвестиційних проектів, а також сприяє зниженню інвестиційних ризиків).

Усі зазначені вище завдання управління інвестиційною діяльністю тісно взаємопов'язані та взаємозумовлені. Зокрема, забезпечення високих темпів розвитку підприємств можна досягти як шляхом вибору і здійснення високоприбуткових інвестиційних проектів, так і прискоренням реалізації інвестиційних програм. У свою чергу, максимізація чистого прибутку від інвестиційної діяльності може супроводжуватися і значним підвищенням інвестиційних ризиків, звідси випливає необхідність оптимізації цих показників. Зрештою, мінімізація інвестиційних ризиків одночасно є необхідною умовою забезпечення фінансової стійкості та платоспроможності підприємства у процесі здійснення інвестиційної діяльності.

Ефективний механізм здійснення підприємством інвестиційної діяльності дає змогу з максимальною швидкістю досягти поставлених цілей та вирішити основні завдання розвитку економіки підприємства, сприяє результативному виконанню конкретних функцій управління інвестиційною діяльністю, повна і послідовна практична реалізація яких є надійною запорукою активної інвестиційної політики та ефективної господарської діяльності підприємства. Отже, відповідно до поставлених завдань інвестиційної діяльності визначаються (у загальному вигляді) такі основні функції управління нею (рис. 1.5).

Дослідження макроекономічних умов здійснення інвестиційної діяльності й прогнозування кон'юнктури інвестиційного ринку. При цьому особливу увагу приділяють дослідженню (оцінюванню) правових умов здійснення інвестиційної діяльності у країні стосовно окремих форм інвестицій, а також проведенню детального аналізу чинників, що формують кон'юнктуру інвестиційного ринку за окремими сегментами, пов'язаними з діяльністю підприємства.

Формування інвестиційних цілей та розробка стратегічних напрямків інвестиційної діяльності підприємства. На основі проведеного дослідження зовнішнього інвестиційного середовища і прогнозу кон'юнктури інвестиційного ринку формується система цілей та основних напрямків інвестиційної діяльності на тривалу перспективу, а також визначаються пріоритетні завдання, що вирішуватимуться у найближчий період господарювання.

Розробка стратегії формування інвестиційних ресурсів підприємства. Для реалізації цієї функції необхідно спочатку спрогнозувати загальну потребу у фінансових коштах, необхідних для реалізації стратегії підприємства.

У процесі розробки вивчають можливості *формування інвестиційних ресурсів* за рахунок власних джерел (чистого прибутку, амортизаційних відрахувань тощо) і доцільності залучення запозичених коштів. З метою забезпечення фінансової стійкості та платоспроможності підприємства у

майбутньому оптимізується структура джерел інвестиційних ресурсів, яка полягає в раціональному співвідношенні власних та запозичених джерел фінансування інвестицій. Диверсифікація запозичених джерел сприяє мобільності у прийнятті управлінських рішень на підприємстві.

Рис. 1.5. Функції управління інвестиційною діяльністю

Оцінювання інвестиційної привабливості окремих проектів і вибір найбільш ефективних. Ця функція має важливе значення для вивчення поточних пропозицій і попиту на інвестиційному ринку, особливо для іноземних інвесторів. На основі ретельної експертизи реальних інвестиційних

проектів (обчислюються рівень дохідності (прибутковості) і ризику інвестицій та інші показники економічної ефективності) проекти ранжуються та з них вибираються ті, що найбільше відповідають інвестиційній стратегії підприємства.

Оцінювання інвестиційних якостей окремих фінансових інструментів та вибір найбільш ефективних. Такі об'єкти інвестування, як різноманітні цінні папери, мають бути спочатку оцінені та систематизовані з погляду інвестиційних якостей, потім проводять розрахунки їхньої реальної ринкової вартості та вибирають найбільш ефективні.

Формування портфеля реальних та фінансових інвестицій і його оцінювання за показниками прибутковості. На основі досліджених можливостей залучення інвестиційних ресурсів та розрахованих показників прибутковості та рівня ризику окремих реальних проектів і фінансових інструментів оптимізуються пропорції між реальними та фінансовими інвестиціями; за співвідношенням дохідності та ризику формується інвестиційний портфель, що включає найдоцільніші реальні проекти чи фінансові інструменти інвестування. Наприкінці доцільно оцінити ліквідність портфеля, тобто можливість реалізувати об'єкти інвестування в максимально короткий час без втрати їхньої реальної вартості.

Поточне планування, стимулювання й оперативне управління реалізацією окремих інвестиційних проектів. Ця функція полягає в обґрунтуванні календарних планів здійснення проектів, плануванні бюджетів і коригуванні конкретних інвестиційних програм. Оперативне управління у сфері інвестиційної діяльності має передбачати попередню розробку дієвої системи стимулювання реалізації інвестиційних управлінських рішень.

Організація ефективного контролю за реалізацією інвестиційних програм і проектів. На основі безперервного цілеспрямованого підбору відповідних інформативних показників, необхідних для проведення аналізу, планування і підготовки оперативних управлінських рішень за всіма аспектами інвестиційної діяльності підприємства, виявляються причини відхилень (фактичної ефективності інвестиційних проектів, що реалізуються, щодо обсягів випуску продукції, термінів вжиття намічених заходів тощо) від запланованих показників.

Прийняття управлінських рішень щодо суттєвого коригування інвестиційної діяльності та реінвестування капіталу. Рішення про вихід з інвестиційних проектів або продаж окремих фінансових інструментів ініціюється та готується на основі порівняння їх фактичної ефективності із запланованою, при досягненні її мінімальних граничнодопустимих значень.

Така ситуація може виникнути за різних причин, як внаслідок прорахунків при формуванні інвестиційного портфеля, так і внаслідок непередбачуваної зміни кон'юнктури інвестиційного ринку або фінансового стану підприємства. Вивчаються можливості та форми виходу з інвестиційних проектів, це може бути їх реалізація або акціонування тощо.

Капітал, що вивільнюється, реінвестують у нові, більш ефективні (менш ризикові) інвестиційні проекти або інструменти, і вони заміщують виключені з

портфеля. Таким чином, ефективність інвестиційної діяльності, досягнення поставлених цілей та основних завдань розвитку економіки підприємства забезпечується шляхом повної і послідовної практичної реалізації перелічених функцій управління інвестиційною діяльністю.

Питання для перевірки знань

1. Розкрийте сутність терміну «інвестиційний менеджмент» і вкажіть його особливості та відмінність від інших видів менеджменту (операційного, ситуаційного, інноваційного тощо).
2. Що є об`єктами інвестиційного менеджменту? Дайте визначення інвестицій.
3. Охарактеризуйте валові та чисті інвестиції?
4. Як можна класифікувати інвестиції?
5. Як трактується поняття «інвестиційної діяльності» у Законі?
6. Хто є суб'єктом інвестиційного менеджменту? Дайте визначення портфельним, стратегічним, індивідуальним та інституціональним інвесторам.
7. Які обов`язки має суб`єкт інвестиційної діяльності?
8. Які джерела фінансування інвестиційної діяльності можуть бути і визначені Законом?
9. Які форми державного регулювання інвестиційної діяльності визначені Законом?
10. Яку відповідальність несуть суб'єкти інвестиційної діяльності?
11. Коли припиняється інвестиційна діяльність?
12. Яка основні цілі та завдання інвестиційного менеджменту?
13. Які основні функціональні блоки включає процес інвестиційного менеджменту? Дайте характеристику напрямків реалізації кожної з функцій

Рекомендована література: [1-6, 7, 8, 15, 21-23, 36, 37]

ТЕМА 2. МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ТА МЕТОДИЧНИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ІНВЕСТИЦІЙНОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

2.1Система управління інвестиційною діяльністю: методичні підходи.
2.2 Методичний інструментарій інвестиційного менеджменту

2.1. Система управління інвестиційною діяльністю: методичні підходи.

Комплекс питань, пов'язаних зі здійсненням інвестиційної діяльності підприємства, потребує знань теорії і практики прийняття управлінських рішень відносно процесу інвестування. Цей комплекс питань є предметом галузі знань, яка одержала назву «інвестиційний менеджмент».

Місце інвестиційного менеджменту в загальній системі управління підприємством проілюстровано на рисунку 2.1.

Рис. 2.1. Взаємозв'язок інвестиційного менеджменту з функціональними системами управління підприємством

Ефективне управління інвестиціями забезпечується реалізацією низки принципів:

- інтегрованість з загальною системою управління підприємством
- комплексний характер формування управлінських рішень
- високий динамізм управління
- варіативність підходів до розробки окремих управлінських рішень
- орієнтованість на стратегічні цілі розвитку підприємства

Головною метою інвестиційного менеджменту є забезпечення максимізації добробуту власників підприємства у поточному і перспективному періоді.

Взаємозв'язок загальних і специфічних функцій управління полягає в тому, що загальні функція не можуть здійснюватися самі по собі, без додатка і якого-небудь об'єкту управління, а будь-яка специфічна функція управління яким-небудь об'єктом може бути здійснена тільки за допомогою загальних функцій. Загальні, головні функції економічного управління, чи, як їх іноді називають, основні функції економічної діяльності, можна визначити як ***систему інвестиційного менеджменту***, таким чином (рис.2.2):

1) інформаційне забезпечення управління (збір, обробка, упорядкування інформації про економічні явища і процеси) ;

2) аналіз (аналіз результатів економічної діяльності, оцінка її успішності і можливостей удосконалювання на підставі науково обґрунтованих критеріїв);

3) планування (прогнозування, перспективне і поточне планування економічної системи);

4) організація управління (організація ефективного функціонування тих чи інших елементів господарського механізму з метою оптимізації використання трудових, матеріальних і грошових ресурсів економічної системи);

5) контроль (контроль за ходом виконання бізнес-планів і управлінських рішень).

Рис. 2.2. Система управління інвестиційною діяльністю

Перші дві загальні функції відбивають як би технологічні етапи управління, що зводяться до інформаційного й аналітичного забезпечення процесу прийняття рішень. Саме прийняття рішень здійснюється у виді функцій управління, що відбивають тимчасові етапи управління: планування, організації управління і контролю. Отже, економічний аналіз і інші види управлінської діяльності, що відбивають першу функцію (бухгалтерський облік, статистика), є такими функціями управління, які відносяться до всіх інших загальних і специфічних функцій управління.

Система інформаційного забезпечення інвестиційної діяльності

Інвестиційна діяльність не може існувати поза інформаційним простором. Його роль полягає в інформаційному забезпеченні прийняття управлінських рішень щодо інвестицій як на рівні держави, так і на рівні окремого підприємства. Від якості інформаційного забезпечення залежить правильність

інвестиційного рішення, ефективність використання ресурсів та інвестиційна активність у країні в цілому.

Інформаційне забезпечення супроводжує весь інвестиційний цикл – від виникнення ідеї до отримання прибутку від інвестицій.

Перша стадія інвестиційного циклу – пошук інвестиційних можливостей – є відправною точкою інвестиційного процесу. Вже на цій стадії з боку потенційних інвесторів з'являється попит на інформацію про інвестиційні можливості, що виникають.

На мікроекономічному рівні – це інформація про підприємницькі ідеї окремих підприємців, фірм, фінансових закладів, організацій, що сприяють інвестуванню, а також інформація про перспективні для інвестування наукові розробки.

На макроекономічному рівні інформаційне забезпечення надає відомості про незадоволені потреби регіону, галузі, пріоритети державної структурної політики, ресурси регіону, план розвитку промисловості, поточну економічну ситуацію в регіоні тощо. На цьому етапі відкритість та доступність інформації країни – реципієнта інвестицій є найважливішою умовою для прискорення інвестиційного процесу. Саме відкритість інформації дає змогу збалансувати попит та пропозицію інвестиційних ресурсів, допомагає інвесторові та реципієнту знайти один одного.

Під час розробки інвестиційного проекту інформаційне забезпечення дає змогу проаналізувати всі його складові: технічну можливість реалізації проекту, економічну доцільність, конкурентоспроможність продукції, наявність попиту, підприємницькі ризики тощо. На стадії розробки проекту вірогідна науково-технічна та економічна інформація дає змогу побудувати економіко-математичну модель для інвестиційного аналізу проекту.

Отже, ***інформаційне забезпечення інвестиційного процесу*** – це масив даних, аналізуючи які інвестор (приватна, юридична особа або держава) приймає рішення щодо інвестування.

Запропонований автором склад системи інформаційного забезпечення розробки інвестиційних проектів відповідає принципам повноти, достовірності, інтегрованості, стандартизації та комплексності інформації. Система включає:

1) збір інформації (створення інформаційного масиву);

2) обробку інформації (експертизу);

3) інтерпретацію інформації (використання інформації для прийняття рішень щодо інвестування).

Система інформаційного забезпечення розробки інвестиційних проектів

а) Макроекономічний рівень: інформація про економічне оточення проекту; інформація про правове оточення проекту; інформація про політичне оточення проекту тощо.

б) Мікроекономічний рівень: інформація про допроектну господарську діяльність об'єкта інвестування; інформація безпосередньо про інвестиційний проект.

Система показників інформаційного забезпечення зі зовнішніх джерел та внутрішніх джерел наведена у таблиці 2.1 та 2.2.

Таблиця 2.1 – Система показників інформаційного забезпечення із зовнішніх джерел

<table>
<tr><th colspan="4">ПОКАЗНИКИ, ЯКІ ФОРМУЮТЬСЯ ЗІ ЗОВНІШНІХ ДЖЕРЕЛ ІНФОРМАЦІЇ</th></tr>
<tr><th>Показники, які характеризують загальне економічне становище країни</th><th>Показники, що характеризують кон’юнктуру інвестиційного ринку</th><th>Показники, що характеризують діяльність контрагентів та конкурентів</th><th>Нормативно-регулюючі показники</th></tr>
<tr><td rowspan="3">Показники макроекономічного розвитку (темп росту ВВП і НД, обсяг капітальних вкладень, введення у дію основних засобів, індекс інфляції, облікова ставка Центрального банку)</td><td rowspan="3">Показники кон’юнктури ринку фондових інструментів (види основних фондових інструментів, обсяги, ціни та умови контрактів. Зведений індекс динаміки цін АН фондовому ринку)</td><td>Інвестиційних компаній і фондів</td><td rowspan="4">За інвестиційною діяльністю підприємств</td></tr>
<tr><td>Інвестиційних підрядників</td></tr>
<tr><td>Банків</td></tr>
<tr><td rowspan="4">Показники галузевого розвитку (обсяг реалізованої продукції, сума власного капіталу підприємств, динаміка капітальних вкладень індекс цін на продукцію галузі тощо)</td><td rowspan="2">Показники кон’юнктури ринку грошових інструментів (кредитна ставка банків, депозитна ставка, офіційний курс валют, тощо)</td><td>Страхових компаній</td></tr>
<tr><td>Конкурентів</td><td rowspan="3">По функціонуванню окремих сегментів інвестиційного ринку</td></tr>
<tr><td rowspan="2">Показники кон’юнктури ринку товарів та послуг (види капітальних товарів, ціни, обсяги капітальних товарів за контрактами, середні ціна на інвестиційні послуги)</td><td>Продавців нематеріальних активів</td></tr>
<tr><td>Постачальників реальних капітальних товарів</td></tr>
</table>

Опрацювання інформаційного масиву включає:

– Аналіз оточення та різних складових проекту (зовнішнє середовище, ризики, маркетингова інформація, екологічні критерії, інвестиційний аналіз).

– Розрахунок базових показників

Результати опрацювання інформаційного масиву використовуються для прийняття інвестиційних рішень таким чином:

– Визначаються прийнятні та граничні (песимістичні та оптимістичні) значення показників ефективності проекту.

– Проводиться комплексна багатокритеріальна оцінка проекту.

– Приймається рішення щодо інвестування.

Таблиця 2.2 – Система показників інформаційного забезпечення із внутрішніх джерел

<table>
<tr><th colspan="3">ПОКАЗНИКИ, ЯКІ ФОРМУЮТЬСЯ ЗІ ВНУТРІШНІХ ДЖЕРЕЛ ІНФОРМАЦІЇ</th></tr>
<tr><th>Показники, які характеризують рівень інвестиційної активності підприємства</th><th>Показники, що характеризують фінансові результати інвестиційної діяльності окремих структурних підрозділів підприємства</th><th>Нормативно-планові показники, пов’язані з інвестиційною діяльністю підприємства</th></tr>
<tr><td>Показники, які характеризують обсяги реального і фінансового інвестування (показники активу і пасиву балансу)</td><td>Показники, які характеризують фінансові результати за основними формами інвестиційної діяльності</td><td rowspan="2">Система внутрішніх нормативів, які регулюють інвестиційну діяльність(нормативи окремих видів активів, нормативи розходу фінансових ресурсів та витрат)</td></tr>
<tr><td>Показники, які характеризують обсяги формування власних інвестиційних ресурсів (фінансові результати, елементи операційних витрат, розрахунок показників прибутковості акцій)</td><td>Показники, які характеризують фінансові результати інвестиційної діяльності в регіональному розрізі</td></tr>
<tr><td>Показники, які характеризують грошові потоки за інвестиційною діяльністю (обсяги надходжень та видатків, чисті грошові потоки)</td><td>Показники, які характеризують фінансові результати діяльності окремих «центрів інвестицій»</td><td>Система планових показників інвестиційної діяльності підприємства (усі показники поточних та операційних інвестиційних планів)</td></tr>
</table>

Порядок елементів інформаційного масиву:

За методикою UNIDO.

1. Історія компанії (Company history).
2. Аналіз економічного та юридичного оточення проекту (Environment Analysis).
3. Продукти/послуги компанії за проектом (Products/Services).
4. Аналіз ринку та стратегія маркетингу (Market Analysis and Strategy).
5. План виробництва (сировина, матеріали, енергія, кадри)
6. Технічний аналіз.
7. Графік реалізації проекту.
8. Керівництво проектом (Management).
9. Фінансова історія (Financial history).
10. Операції компанії (Operations).
11. Стратегічний план (Strategic plan).

12. Оцінка ризиків та форми страхування (Risks and Risk reduction Strategies).

13. Екологічний аналіз.

14. Інвестиційний план (стратегія фінансування, прогноз інвестиційного стану (Financial Plan, Financing Strategy, Financial forecasts).

15. Фінансова пропозиція (Financial proposal), оцінка вартості компанії.

Ступінь відпрацьованості технології, ступінь ресурсних обмежень, відповідність інфраструктури вимогам виробництва; Характер та ступінь впливу оточення на проект; Компетентність, надійність, позитивна репутація; Ліквідність, платоспроможність, оборотність капіталу, прибутковість; Розвиток нових напрямків бізнесу; Зміна форми власності; Розширення та зростання

Використання інформації для прийняття інвестиційних рішень:

– критерії прийняття рішень;

– відсутність принципових технічних перешкод для реалізації проекту;

– відсутність суттєвих загроз для реалізації проекту з боку оточення, наявність сприятливих факторів;

– здатність відповідальних менеджерів здійснити керівництво проектом;

– позитивна динаміка показників інвестиційного стану, переваги фінансових показників реципієнта в порівнянні з середньогалузевими;

– відповідність стратегічного плану розвитку компанії інтересам інвестора;

– відповідність ділянки вимогам капітального будівництва. можливість забезпечення планового обсяду виробництва на обраному обладнанні. забезпеченість сировиною, енергією та кадрами;

– ефективність плану маркетингу, обґрунтованість витрат на маркетинг, узгодженість із стратегічним планом;

– узгодженість графіка проекту з фінансовим планом (графік отримання прибутку), дотримання прийнятних строків;

– чистий прибуток, баланс грошових коштів;

– індекс прибутковості, термін окупності, чиста поточна вартість, внутрішня норма рентабельності;

– втрачений доход, альтернативна вартість, обсяг превентивних витрат;

– дисперсія, середньоквадратичне відхилення, аналіз чуттєвості та ін.;

– здатність проекту до самоокупності;

– здатність проекту забезпечити очікувану норму прибутку;

– відповідність екологічним нормам, відсутність неприпустимих негативних соціальних наслідків;

– здатність проекту забезпечити норму прибутку, що покриває ризик; менший рівень ризику в порівнянні з іншими проектами.

Система організаційного забезпечення являє собою взаємопов'язану сукупність внутрішніх структурних служб і підрозділів підприємства, які забезпечують розробку і прийняття управлінських рішень щодо окремих напрямків його інвестиційної діяльності і несуть відповідальність за результати цих рішень.

Загальні принципи формування організаційної системи управління підприємством передбачає створення двох центрів управління за ієрархічною і функціональною ознаками.

Ієрархічна будова центрів управління підприємством передбачає виділення різних рівнів управління. На даний час найбільш поширеними є двох або три рівневі системи управління, де перший рівень представлений апаратом управління підприємством в цілому, а наступні – управлінськими службами його окремих структурних одиниць та підрозділів.

Функціональна будова центрів управління підприємством ґрунтується на диференціації за функціями управління або видами діяльності. При функціональній будові центрів управління підприємством обидва ці підходи можуть бути використані окремо або в комплексі. Але досвід показує, що найбільша ефективність організаційної системи інвестиційного менеджменту досягається за умови використання функціональної будови центрів управління.

Існує два основних підходи до функціонального розмежування центрів управління. Перший – принцип незалежної діяльності функціональних центрів управління; другий – принцип взаємопов'язаної діяльності функціональних центрів управління.

В межах взаємодії з іншими системами управління організаційне забезпечення інвестиційного менеджменту може бути інтегроване в загальну систему управління підприємством на підставі перелічених підходів. В той же час в системі організаційного забезпечення використовується принцип взаємопов’язаної діяльності його внутрішніх функціональних центрів управління. Це пов’язано з високим рівнем взаємозв’язку окремих аспектів інвестиційної діяльності, які визначають необхідність комплексного підходу до розробки багатьох управлінських рішень в цієї галузі.

Функціональна будова центрів управління інвестиційною діяльністю суттєво відрізняється на підприємствах різних масштабів (мале, середнє, велике, крупне).

На малих підприємствах функціональні центри управління, як правило, не створюються. Функції цього управління в зв’язку з незначним обсягом діяльності покладаються на власника малого підприємства, його директора чи бухгалтера.

На середніх підприємствах функції інвестиційного управління покладаються на спеціального менеджера, який знаходиться в складі функціонального економічного підрозділу, чи на спеціалізований інвестиційний структурний відділ, який здійснює управління всіма основними аспектами інвестиційної діяльності (рис 2.3).

На великих підприємствах ці функції покладаються на інвестиційного директора, якому підпорядковано два-три функціональних структурних підрозділи.

Поряд з традиційною інтеграцією системи інвестиційного управління з загальною системою управління підприємством в рамках єдиної інтегрованої організаційної структури в останні роки на практиці використовуються й інші, більш прогресивні форми такої інтеграції. Одною з таких форм є концепція

управління окремими напрямками діяльності підприємства на основі “центрів відповідальності”.

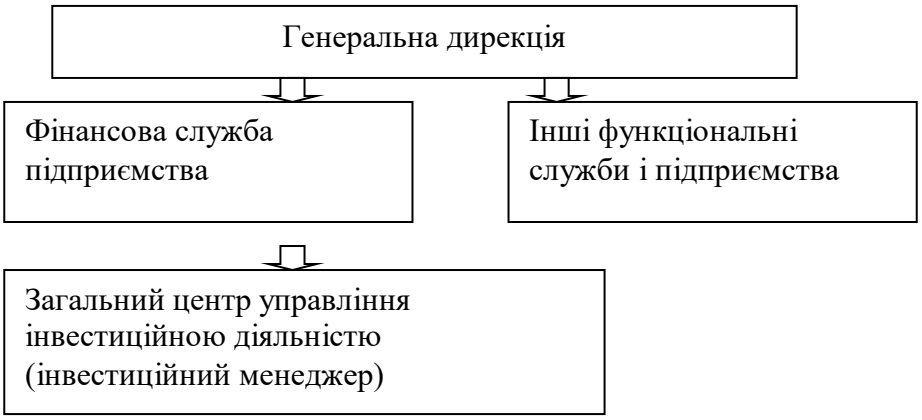

Рис. 2.3. Органіграма управління інвестиційною діяльністю у межах лінійно-функціональної структури управління

Ця концепція, розроблена американським економістом Дж. Хіггінсом, отримала широке практичне використання в управлінні формуванням власних фінансових ресурсів, грошовими потоками, інвестиціями і деякими іншими аспектами інвестиційної діяльності підприємства.

Центр відповідальності являє собою структурний підрозділ підприємства, який повністю контролює ті чи інші напрямки інвестиційної діяльності, а його керівник самостійно приймає управлінські рішення і в рамках цих напрямків несе повну відповідальність за досягнення планових (або нормативних) показників, що характеризують стан інвестиційної діяльності цього підрозділу. Як видно із цього визначення, права керівника підрозділу – центру відповідальності, який пов’язаний з окремими аспектами управління в межах цього підрозділу, кореспондують з мірою його відповідальності при контролі з боку вищестоящої структури (органу) інвестиційного управління.

Центр інвестицій в межах підприємства – це структурний підрозділ, керівник якого несе відповідальність за використання наданих йому інвестиційних ресурсів і отримання необхідного прибутку від інвестиційної діяльності. Основним контролюючим показником при цьому є рівень прибутку на інвестований капітал. Прикладом центру інвестицій є дочірня фірма підприємства чи відокремлений в його складі спеціальний структурний підрозділ, який здійснює виключно інвестиційну діяльність.

Наприклад, у межах проектної організаційної структури управління, проектні підрозділи забезпечують управління інвестиційною діяльністю у межах конкретних задач, створюються на тимчасовій основі (рис.2.4).

Формування системи організаційного забезпечення на підставі центрів відповідальності передбачає алгоритм дій.

Основні етапи формування системи організаційного забезпечення на підставі центрів відповідальності:

1. Дослідження особливостей функціонування окремих структурних підрозділів з позиції їх впливу на окремі аспекти формування та використання інвестиційних ресурсів.
2. Визначення основних типів центрів відповідальності в розрізі структурних підрозділів підприємства.
3. Формування системи прав, обов'язків і міри відповідальності керівників структурних підрозділів, визначених як центри відповідальності.
4. Розробка та доведення центрам відповідальності планових (нормативних) інвестиційних завдань у формі поточних чи капітальних бюджетів.
5. Забезпечення контролю виконання встановлених завдань центрами відповідальності шляхом отримання відповідної інформації (звітів), її аналізу і встановлення причин відхилень.

Рис. 2.4. Органіграма управління інвестиційною діяльністю у системі проектної ОСУ підприємства

Побудова системи організаційного забезпечення шляхом створення центрів відповідальності різних типів залежить від багатьох факторів – обсягів діяльності підприємства, багатофункціональності цієї діяльності, чисельності персоналу, організаційної структури виробництва, організаційно-правової форми діяльності та інших.

Тому визначення чисельності та складу центрів відповідальності потребує індивідуального дослідження для кожного підприємства. Сформовані центри відповідальності повинні бути укомплектовані кваліфікованими менеджерами, здатними не тільки забезпечувати виконання встановлених завдань, але й розробляти пропозиції вищестоящим органам управління вищестоящим органам управління по підвищенню ефективності формування та використання ресурсів в межах контрольованої ними діяльності підрозділів.

Інвестиційне планування полягає в складанні прогнозів найбільш ефективного вкладення інвестиційних ресурсів у земельні ділянки, виробниче встаткування, будинки, природні ресурси, розвиток продукту, цінні папери й інші активи. Планування інвестицій є стратегічним й одним з найбільш

складних завдань управління підприємством. При цьому процесі важливо враховувати всі аспекти економічної діяльності компанії, починаючи від навколишнього середовища, показників інфляції, податкових умов, стану й перспектив розвитку ринку, наявності виробничих потужностей, матеріальних ресурсів і закінчуючи стратегією фінансування проекту.

Основними завданнями інвестиційного планування є:

1) визначення потреби в інвестиційних ресурсах;
2) визначення можливих джерел й розгляд пов'язаних із цим питань взаємодії з інвесторами;
3) оцінка плати за це джерело;
4) підготовка інвестиційного розрахунку ефективності інвестицій з урахуванням повернення позикових коштів;
5) розробка докладного бізнес-плану проекту для подання потенційному інвесторові.

Виконання ряду основних правил дозволяє планувати майбутні капіталовкладення найбільше ефективно, а саме:

1) перед тим, як прийняти рішення про інвестиції, дуже важливо визначити проблему, що буде вирішена в результаті її здійснення;
2) у більшості випадків існують кілька шляхів досягнення мети інвестицій і дуже важливо визначити оптимальний шлях на самому початку планування;
3) більшість капіталовкладень не залежать друг від друга. це означає, що вибір одного капіталовкладення не заважає вибрати й будь-яке інше;
4) проте, є обставини, у яких інвестиційні проекти конкурують між собою по своїм цілям, наприклад, у тому випадку, коли розглядаються два можливих шляхи рішення однієї й тієї ж проблеми. такі інвестиційні проекти називаються взаємовиключними;
5) інший тип інвестицій стосується послідовних витрат, чинених на додаток до первісного вкладення. будь-які капіталовкладення в будинки й устаткування звичайно містять додаткові майбутні витрати на підтримку їх у робочому стані, удосконалення й часткову заміну протягом декількох наступного років. такі майбутні витрати варто розглядати вже на першій стадії ухвалення рішення;
6) успіх довгострокових інвестицій повністю залежить від майбутніх подій й їхньої невизначеності. недостатньо припускати, що минулі умови й досвід залишаться незмінними й будуть застосовні до нового проекту. тут може допомогти ретельний аналіз змін окремих змінних, таких як обсяг продажів, ціни й вартість сировини тощо такий аналіз допомагає звузити діапазон майбутніх помилок;
7) інвестиційний процес завжди пов'язаний з ризиком, і чим більш довгостроковий проект і строки його окупності, тим він ризикованіший. У зв'язку із цим при ухваленні рішення необхідно враховувати фактор часу. не вимагає доказів, що гривня, отримана сьогодні, коштує дорожче гривні, отриманої рік по тому. для того, щоб більш коректно оцінити майбутні доходи від інвестиційної діяльності, потрібен метод перекладу відносних

величин цих майбутніх потоків у величини на сьогоднішній день. для такого перекладу в економічному аналізі існують спеціальні математичні методи, що дозволяють визначити майбутні надходження з урахуванням фактору часу: метод нарощення й метод дисконтування.

Система інвестиційного планування базується на використання трьох його систем: прогнозування інвестиційної діяльності, поточне планування та операційне планування інвестиційної діяльності (табл. 2.3).

Таблиця 2.3 – Система інвестиційного планування і форми реалізації його результатів на підприємстві

Системи інвестиційного планування	**Форми реалізації результатів інвестиційного планування**	**Період планування**
Прогнозування інвестиційної діяльності	Розробка загальної інвестиційної стратегії і інвестиційної політики за основними напрямами інвестиційної діяльності	До 3 – х років
Поточне планування інвестиційної діяльності	Розробка поточних планів за окремими аспектами інвестиційної діяльності	1 рік
Операційне планування інвестиційної діяльності	Розробка і доведення до виконавців бюджетів, платіжних календарів та інших форм операційних планових завдань	Місяць, квартал

Основними видами поточних інвестиційних планів є: плановий обсяг інвестиційної діяльності за формами реального та фінансового інвестування, балансовий план, план видатків та надходжень грошей за інвестиційною діяльність, план доходів та витрат за інвестиційною діяльністю.

У системі операційного планування підприємство розробляє бюджет.

Бюджет – це операційний план короткострокового періоду, який розробляється у межах 1 року (місяць, квартал) та відображує витрати та надходження інвестиційних засобів у процесі здійснення конкретних форм інвестиційної діяльності. Процес бюджетування носить неперервний характер

Бюджети класифікують за рядом ознак:

1) за видами інвестиційної діяльності (бюджет реального та бюджет фінансового інвестування);

2) за видами витрат (поточний бюджет (поточних витрат) та капітальний бюджет (капітальних витрат));

3) за широтою номенклатури витрат (комплексний та функціональний);

4) за методами розробки (сталий та гнучкий)

Отже, бюджет реального інвестування відображує показники, що характеризують оновлення операційних активів

Бюджет фінансового інвестування націлений на приріст загальної суми фінансових інструментів

Поточний бюджет характеризує план доходів та витрат окремого «центру інвестицій» (табл. 2.4).

Таблиця 2.4 – Приклад форми поточного бюджету

Показники	**В цілому за квартал**	**У тому числі за місяцями**		
		1	**2**	**3**
1.*Поточні витрати:* – матеріальні – амортизація – витрати на оплату праці – податкові платежі, що відносяться до поточних витрат – інші прямі витрати – накладні витрати				
Разом поточні витрати:				
2. *Поточні доходи* – дохід від реалізації майна – інші доходи				
Разом поточні доходи:				
3. Податкові платежі				
4. Чистий дохід (2-3)				
5. Валовий прибуток (4-1)				
6. Податкові платежі з прибутку				
7. Чистий прибуток (5-6)				

Капітальний бюджет – це форма доведення до конкретних виконавців результатів поточного плану капітальних вкладень, який був розроблений на етапі здійснення нового будівництва. Реконструкції, придбання нематеріальних активів тощо. Він складається з двох розділів: капітальні витрати та джерела інвестиційних ресурсів (табл. 2.5).

Функціональний бюджет розробляється за однією (або двома) статтями витрат(бюджет оплати праці, бюджет рекламної компанії тощо).

Комплексний бюджет охоплює широку номенклатуру витрат.

Сталий бюджет не змінюється від зміни обсягів інвестиційної діяльності.

Гнучкий бюджет передбачає залежність інвестиційних витрат від обсягів інвестиційної діяльності. Наприклад, якщо змінюються обсяги будівельно-монтажних робіт, буде змінюватися і загальна сума бюджету (ф. 2.1).

$$ОЗ_0 = I_{пост} + ОБМ * Ізм., \quad (2.1)$$

де ОЗо – загальний обсяг витрат за конкретним «центром інвестицій»;

Іпост – плановий обсяг постійних статей бюджету;

ОБМ – обсяг будівельно-монтажних робіт;

Ізм. – норматив змінних витрат бюджету на одиницю ОБМ.

Таблиця 2.5 – Приклад форми капітального бюджету

Показники	В цілому за квартал	У тому числі за місяцями		
		1	2	3
1.*КАПІТАЛЬНІ ВИТРАТИ:* – будівництво, придбання споруд, будівель, приміщень; – придбання машин і механізмів – придбання обладнання та інвентарю, – придбання нематеріальних активів – інші види капітальних витрат – податкові та інші обов'язкові платежі за інвестиційною діяльністю; – резерв капітальних витрат.				
2. ДЖЕРЕЛА НАДХОДЖЕНЬ – власні засоби інвестора; – залучений (пайовий) акціонерний капітал; – фінансовий лізинг; – емісія облігацій; – кредити банків; – інші джерела фінансових ресурсів				
Всього надходження засобів				
САЛЬДО ВИТРАТ ТА НАДЖОДЖЕННЯ ЗАСОБІВ				

Особою формою бюджету є ***платіжний календар,*** який розробляється за окремими видами руху грошових засобів, складається на попередній місяць і включає такі розділи: графік платежів та графік грошових надходжень.

Системи і методи інвестиційного аналізу. Для вирішення конкретних задач інвестиційного менеджменту застосовується низка спеціальних аналітичних прийомів та методик. Серед них трендовий, структурний, порівняльний, інтегральний аналіз, а також аналіз фінансових коефіцієнтів (рис.2.5).

Трендовий (горизонтальний) аналіз базується на вивченні динаміки окремих показників у часі. В процесі трендового аналізу розраховуються темпи росту (приросту) показників і визначаються загальні тенденції їх зміни.

Горизонтальний аналіз полягає в побудові однієї або декількох аналітичних таблиць, у яких абсолютні балансові показники доповнюються відносними темпами зростання (спаду). Мета горизонтального аналізу полягає в тому, щоб виявити абсолютні і відносні зміни розмірів різноманітних статей балансу за визначений період, дати оцінку цим змінам. Для аналізу беруть базисні темпи росту за декілька періодів. Найчастіше розбивка на періоди відбувається поквартально.

Цінність результатів горизонтального аналізу суттєво знижується в умовах інфляції, коливань цін на ресурси та частих нововведень у податковому законодавстві, які впливають на розподіл доходу. В цій ситуації на деяких підприємствах з високими темпами оборотності коштів (задіяних переважно у секторі роздрібної торгівлі та надання послуг) доцільним було б здійснення

горизонтального аналізу з врахуванням не щоквартальних, а щомісячних змін показників у статтях бухгалтерського балансу.

Варіантом горизонтального аналізу є аналіз тенденцій розвитку *(трендовий аналіз),* при якому кожна позиція звітності порівнюється з рядом попередніх періодів, і визначається тренд, тобто основна тенденція динаміки показника, очищена від випадкових впливів і індивідуальних особливостей періодів. Цей аналіз носить перспективний прогнозний характер.

Структурний (вертикальний) аналіз базується на структурному розкладанні окремих показників із розрахунком питомої ваги структурних складових. В процесі касового виконання державного бюджету структурний аналіз може бути застосований для оцінки виконання бюджету за доходами, за видатками, оцінки зобов'язань розпорядників та одержувачів коштів, оцінки фінансування та обслуговування державного боргу.

Велике значення для оцінки інвестиційного стану має також *вертикальний (структурний) аналіз* активу і пасиву балансу, що дає представлення інвестиційного звіту у вигляді відносних показників. Мета вертикального аналізу полягає в розрахунку питомої ваги окремих статей у підсумку балансу й оцінці його змін. За допомогою вертикального аналізу можна проводити міжгосподарські порівняння підприємств, а відносні показники згладжують негативний вплив інфляційних процесів.

Горизонтальний і вертикальний аналіз взаємодоповнюють один одного, на їхній основі будується порівняльний аналітичний баланс.

Порівняльний аналіз полягає у співставленні окремих груп аналогічних показників між собою. В процесі цього аналізу розраховуються розміри абсолютних і відносних відхилень порівнюваних показників. Порівнюватись можуть як одинакові показники по різних управліннях Державного казначейства чи по різних розпорядниках, так і фактичні показники з плановими. Одним із варіантів порівняльного аналізу може бути структурний аналіз, розгорнутий у часі, тобто аналіз показників щодо структури доходів, видатків, зобов'язань, фінансування тощо.

У порівняльному балансі відображаються лише основні розділи активу і пасиву балансу. Він характеризує як структуру звітної бухгалтерської форми, так і динаміку окремих її показників.

Якщо головним джерелом приросту виявилися власні кошти підприємства, значить висока мобільність майна не є випадковою і повинна розглядатися як постійний інвестиційний показник підприємства.

Таким чином, співставляючи структури змін в активі і пасиві, можна зробити висновки про те, через які джерела, в основному, відбувся притік нових коштів і в які активи ці нові кошти, в основному, вкладені. Сама по собі структура майна і навіть її динаміка не дає відповідь на питання, наскільки вигідно для інвестора вкладання грошей у дане підприємство, а лише оцінює стан активів і наявність можливостей для погашення боргів.

Рис. 2.5. Система інвестиційного аналізу

Аналіз фінансових коефіцієнтів. В основі аналізу фінансових коефіцієнтів лежить розрахунок співвідношень різних абсолютних показників між собою. В процесі цього аналізу визначаються різні відносні показники, які характеризують окремі аспекти інвестиційного аналізу.

У разі планування використовуються кілька показників рентабельності.

$$\text{Рентабельність власного капіталу (Return on Equitu, ROE)} = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Власний капітал}} \times 100\%. \quad (2.2)$$

Показник визначає, якою є віддача (норма прибутку) на вкладений власний капітал. Максимізація цього показника – головне завдання управління підприємством. Якщо чистий прибуток і власний капітал мають адекватну оцінку, то нормальною вважається рентабельність не менша 20 %.

Для оцінювання впливу показника рентабельності власних вкладень на здійснення проекту рекомендується використовувати дещо іншу формулу розрахунків:

$$\text{Рентабельність власного капіталу проекту} = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Власні кошти, вкладені в проект}} \times 100\%; \quad (2.3)$$

$$\text{Рентабельність продажу (Return on Total Assets, ROA)} = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Виручка від реалізації}} \times 100\%. \quad (2.4)$$

Рентабельність активів показує, наскільки ефективно використовуються активи підприємства. Якщо чистий прибуток та активи мають адекватну оцінку, то нормальною вважається рентабельність не менша 14 %.

Для оцінювання рентабельності проекту рекомендується використовувати й такі формули:

$$\text{Рентабельність капітальних витрат} = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Капітальні витрати}} \times 100\%; \quad (2.5)$$

$$\text{Рентабельність продажу (Return on Sales, ROS or MARGIN)} = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Виручка від реалізації}} \times 100\%. \quad (2.6)$$

Рентабельність продажу показує, якою є частка чистого прибутку у виручці від реалізації. Нормальною вважається рентабельність не менша 30%, в умовах високого податкового тиску – 15 %.

$$\text{Рентабельність інвестованого капіталу (Return on Invested Capital, ROIC)} = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Власний капітал} + \text{Довгострокові пасиви}} \times 100\% \quad (2.7)$$

Цей показник характеризує ефективність використання не тільки власного капіталу, а й довгострокових кредитів і позик. Якщо прийняти, що рентабельність власного капіталу не менша 20 %, середня вартість довгострокових кредитів – 8 %, співвідношення власного капіталу і довгострокових пасивів не менше 1, то нормальною вважається рентабельність інвестованого капіталу не менша 14 %.

Розрахунок показників ліквідності та рентабельності «без проекту» – це розрахунок динамічного ряду на прогнозний період. Розрахунок показників ліквідності та рентабельності «з проектом» – це розрахунок значень цих показників на основі проектних даних. Різниця між ними показує вплив проекту на фінансовий стан і результати діяльності підприємства.

У ринковій економіці, коли можлива ліквідація підприємств унаслідок їх банкрутства, одним з найважливіших показників інвестиційного стану є ліквідність.

Інвестиційний стан підприємств можна оцінити з погляду його короткострокової та довгострокової перспектив. У короткостроковій перспективі критерієм оцінки інвестиційного стану підприємства є його ліквідність і платоспроможність, тобто здатність своєчасно і в повному обсязі розрахуватися за короткостроковими зобов'язаннями.

Термін «ліквідний» передбачає безперешкодне перетворення майна на гроші.

Показники ліквідності. Ліквідність – це здатність підприємства вчасно розрахуватися за борговими зобов’язаннями шляхом перетворення всіх активів у грошові кошти. Оборотні кошти входять до складу початкових витрат на проект і мають підтримуватися на певному рівні протягом усього циклу проекту. Чисті оборотні активи розраховуються за формулою.

$$\text{Чисті оборотні активи (Net Working Capital)} = \text{Поточні активи} - \text{Поточні пасиви.} \quad (2.8)$$

Ліквідність характеризує можливість підприємства оплатити свої поточні пасиви. Її еквівалентом є

$$\text{Поточний коефіцієнт покриття (Current ratio)} = \frac{\text{Поточні активи}}{\text{Поточні пасиви}}. \quad (2.9)$$

Найкраще, коли поточний коефіцієнт покриття більше 2, але він не повинен бути меншим за 1. Нормальним уважається значення коефіцієнта більше 1,5.

$$\text{Ліквідні активи} = \text{Поточні активи} - \text{Товарно-матеріальні запаси.} \quad (2.10.)$$

Цей коефіцієнт показує, яка частина оборотних активів може бути негайно перетворена в грошову форму і використана для погашення короткострокових зобов'язань,

Його еквівалентом є «кислотний тест» (Acid Test):

$$\text{Коефіцієнт кислотного тесту (Quick ratio)} = \frac{\text{Ліквідні активи}}{\text{Поточні пасиви}} \quad (2.11)$$

Цей коефіцієнт має бути не менше 1, інакше фінансовий стан підприємства оцінюється як незадовільний.

Для оцінювання ліквідності використовується також показник номінальної вартості власного капіталу. Якщо від активу (пасиву) відняти нематеріальні активи і позикові кошти (боргові зобов'язання), то одержимо значення номінальної вартості:

$$\begin{gathered}\text{Номінальна вартість власного капіталу} = \\ = \text{Актив} - \text{Нематеріальні активи} - \text{Довгострокові пасиви} - \\ - \text{Поточні пасиви.}\end{gathered} \quad (2.12)$$

Цей коефіцієнт показує, чим підприємство справді володіє на поточний момент і в разі ліквідації.

Якщо нематеріальні активи дорівнюють нулю, то номінальна вартість власного капіталу дорівнюватиме чистій номінальній вартості активів:

$$\begin{gathered}\text{Чиста номінальна вартість} = \\ = \text{Власний капітал} + \text{Бюджетне фінансування} + \\ + \text{Доходи майбутніх періодів} + \text{Нерозподілений прибуток.}\end{gathered} \quad (2.13)$$

Показник номінальної вартості власного капіталу іноді використовується у розрахунках рентабельності замість показника власного капіталу. Він визначає потенційну вартість власного капіталу.

Для оцінювання ліквідності використовується також коефіцієнти забезпеченості власного капіталу чистою номінальною вартістю активів:

$$\begin{gathered}\text{Коефіцієнт забезпеченості} \\ \text{власного капіталу чистою} \\ \text{номінальною вартістю активів}\end{gathered} = \frac{\begin{gathered}\text{Номінальна вартість} \\ \text{власного капіталу}\end{gathered}}{\begin{gathered}\text{Чиста номінальна} \\ \text{вартість активів}\end{gathered}}. \quad (2.14)$$

Цей показник не може бути більшим за 1 і залежить від частки нематеріальних активів у активах підприємства.

Показники ліквідності на плановий період розраховуються виходячи з наявних на початок проекту показників фінансового стану. Аналіз ліквідності дає змогу зробити висновок стосовно того, чи погіршує (поліпшує) фінансовий стан підприємства проект, чи дотримуються рекомендовані нормативи.

Баланс буде абсолютно ліквідним, якщо задовольнятиме такі умови:

– Найбільш ліквідні активи перевищують негайні пасиви або дорівнюють їм.

– Активи, що швидко реалізуються, дорівнюють короткостроковим пасивам або більші за них.

– Активи, що реалізуються повільно, дорівнюють довгостроковим пасивам або більші за них.

– Активи, що важко реалізуються, менші за постійні пасиви.

Якщо на підприємстві виконуються перші три умови, тобто поточні активи перевищують зовнішні зобов'язання підприємства, то обов'язково виконується й остання умова, оскільки це свідчить про наявність у підприємства власних оборотних коштів, що забезпечує його фінансову стійкість.

Невиконання однієї з перших трьох умов указує на те, що фактична ліквідність балансу відрізняється від абсолютної. Проте абсолютно ліквідним баланс вважати не можна, оскільки в підприємства на кінець звітного періоду виникли проблеми з погашенням короткострокових кредитів, кредиторською заборгованістю за товари, роботи, послуги.

Якщо на підприємстві рівень ліквідності настільки великий, що після погашення найбільш термінових зобов'язань залишаються зайві кошти, то можна прискорити строки розрахунків з банком, постачальниками та іншими кредиторами.

Перспективну ліквідність можна визначити, порівнюючи активи, що реалізуються повільно, із довгостроковими пасивами, тобто з майбутніми надходженнями та платежами.

Баланси ліквідності за кілька періодів дають уявлення про тенденції зміни інвестиційного стану підприємства. Для складання інвестиційного плану одним із джерел інформації є баланс ліквідності, за допомогою якого можна здійснювати прогнозні розрахунки на випадок ліквідації підприємства.

Другим етапом аналізу ліквідності підприємства є розрахунок та аналіз основних показників ліквідності. Вони застосовуються для оцінки можливостей підприємства виконати свої короткострокові зобов'язання. Показники ліквідності дають уявлення не тільки про платоспроможність підприємства на конкретну дату, а й у випадках надзвичайних ситуацій.

Ліквідність підприємства, як відомо, можна оперативно визначити за допомогою коефіцієнтів ліквідності. Коефіцієнти ліквідності можуть бути різними за назвою, але сутність їх в основному однакова як на українських підприємствах, так і в зарубіжних фірмах та компаніях.

Ознаками платоспроможності є:

– наявність грошей у касі, на поточних рахунках;

– відсутність простроченої кредиторської заборгованості.

Підвищення рівня платоспроможності підприємства залежить від поліпшення результатів його виробничої та комерційної діяльності.

Інтегральний аналіз (“дюпонівська система інвестиційного аналізу”, портфельний аналіз тощо) базується на системі взаємопов’язаного використання окремих фінансових коефіцієнтів.

Наприклад, аналіз рентабельності підприємства виконується на основі використання системи показників «Каскад» за методом, розробленим фахівцями фірми Дюпон (рис. 2.6).

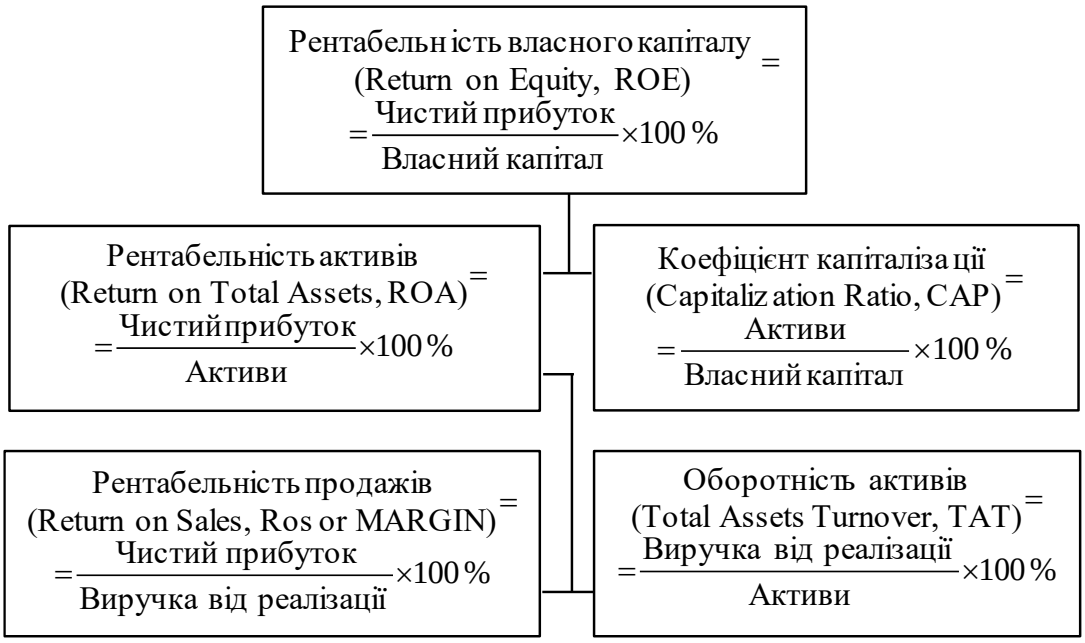

Рис. 2.6. Схема фінансового аналізу «Каскад»

В практиці країн з розвиненою ринковою економікою широкого поширення набула нова прогресивна комплексна ***система внутрішнього контролю***, що застосовується в великих компаніях з розгалуженою мережею або в холдингових компаніях, яка називається “контролінг”.

Сьогодні система контролінгу поступово починає впроваджуватися і на вітчизняних підприємствах. В загальній системі контролінгу виділяється один з основних його блоків – інвестиційний контролінг.

Інвестиційний контролінг являє собою контролюючу систему, яка забезпечує концентрацію контрольних дій за основними напрямками інвестиційної діяльності підприємства, своєчасне виявлення відхилень фактичних показників від прогнозних (планових) та чинників, що зумовили ці відхилення, і прийняття управлінських рішень по нормалізації процесу управління інвестиціями підприємства.

Побудова системи контролінгу базується на наступних основних принципах:

1) спрямованість системи контролінгу на досягнення інвестиційної стратегії підприємства;

2) багатофункціональність інвестиційного контролінгу;

3) орієнтованість інвестиційного контролінгу на кількісні показники;

4) відповідність методів інвестиційного контролінгу специфіці методів інвестиційного аналізу і інвестиційного планування;

5) своєчасність, простота і гнучкість побудови системи інвестиційного контролінгу;

6) економічна ефективність впровадження інвестиційного контролінгу на підприємстві.

Впровадження на підприємстві системи інвестиційного контролінгу дозволяє значно підвищити ефективність всього процесу управління його фінансовою діяльністю.

З урахуванням перелічених принципів інвестиційний контролінг на підприємстві будується за наступними етапами (рис.2.7).

1. Визначення об'єкту контролінгу. Це загальна вимога до побудови будь-яких видів контролінгу на підприємстві з позицій цільової його орієнтації. Об'єктом інвестиційного контролінгу є управлінські рішення по основним аспектам інвестиційної діяльності підприємств.

2. Визначення видів і сфери контролінгу. У відповідності з концепцією побудови системи контролінгу, він поділяється на наступні основні види: стратегічний контролінг(квартал, рік); поточний контролінг (місяць, квартал); оперативний контролінг (неділя, декада, місяць). Кожному з цих перелічених видів контролінгу повинна відповідають його сфера і періодичність здійснення його функцій.

3. Формування системи пріоритетів показників, що контролюються. Вся система показників ранжується за значимістю. В процесі такого ранжування спочатку в систему пріоритетів першого рівня відбираються найбільш важливі показники даного виду контролінгу; потім формується система пріоритетів другого рівня, показники якого знаходяться у факторному зв'язку з показниками першого рівня; аналогічним чином формується система пріоритетів третього і наступних рівнів.

При формуванні системи пріоритетів слід враховувати, що вони можуть носити різний характер для окремих типів центрів відповідальності; для окремих напрямків інвестиційної діяльності підприємства; для різноманітних аспектів формування, розподілу і використання фінансових ресурсів. Однак, при цьому повинно бути забезпечено ієрархічне зведення всіх контролюючих показників по підприємству в цілому і по окремим напрямкам інвестиційної діяльності.

4. Розробка системи кількісних стандартів контролю. Після визначення і ранжування перелік фінансових показників, які контролюються, виникає необхідність встановлення кількісних стандартів по кожному з них. Такі стандарти можуть встановлюватись як в абсолютних, так і у відносних показниках. Крім того, такі кількісні стандарти можуть носити стабільний або рухомий характер. Стандартами виступають цільові стратегічні нормативи, показники поточних планів і бюджетів, система державних або розроблених підприємством норм і нормативів і т. ін.

5. Побудова системи моніторингу показників, які включаються у інвестиційний контролінг. Система моніторингу ("відслідковуючи система")

складає основу інвестиційного контролінгу, саму активну частину його механізму. Система інвестиційного моніторингу представляє собою розроблений на підприємстві механізм постійного спостереження за показниками інвестиційної діяльності, визначення розмірів відхилень фактичних результатів від передбачених та виявлення причин цих відхилень.

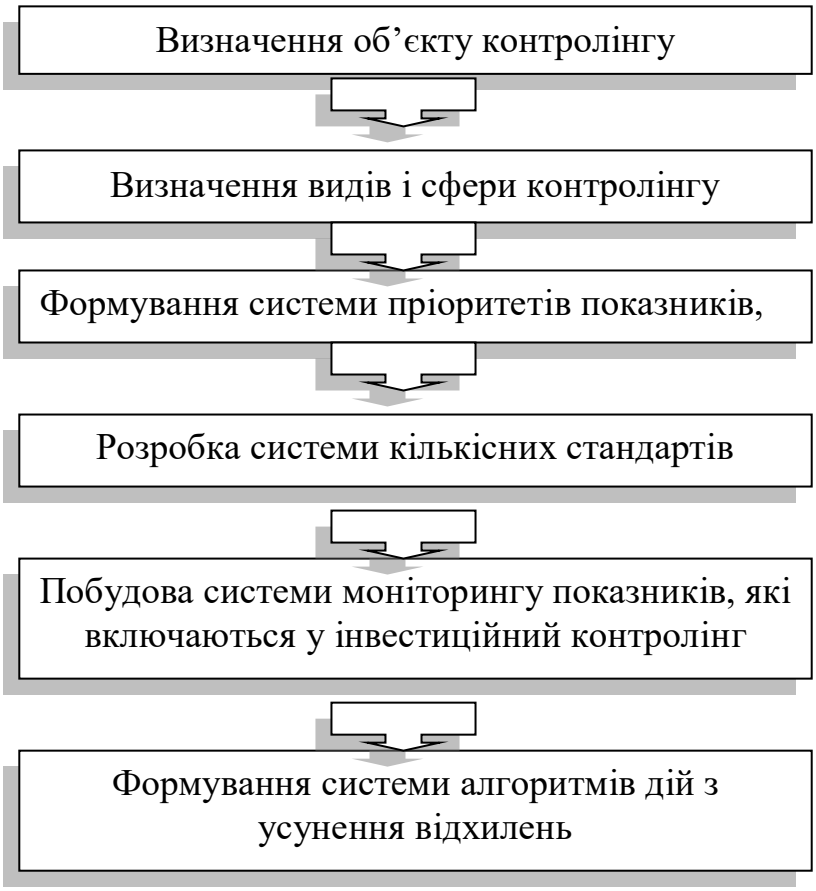

Рис.2.7. Етапи здійснення контролінгу в інвестиційній діяльності

Побудова системи моніторингу контрольованих фінансових показників охоплює наступні основні етапи:

а) Побудова системи інформативних звітних показників по кожному виду інвестиційного контролінгу засновується на даних інвестиційного і управлінського обліку. Ця система представляє собою так звану "первинну інформаційну базу спостереження", необхідну для наступного розрахунку агрегованих по підприємству окремих аналітичних абсолютних і відносних фінансових показників, які характеризують результати інвестиційної діяльності підприємства.

б) Розробка системи узагальнюючих (аналітичних) показників, які відображають фактичні результати досягнення передбачених кількісних стандартів контролю, здійснюється в чіткій відповідності з системою фінансових показників. При цьому забезпечується повне співставлення кількісного виразу встановлених стандартів і контрольованих аналітичних показників. В процесі розробки такої системи будуються алгоритми розрахунку

окремих узагальнюючих (аналітичних) показників з використанням первинної інформаційної бази спостереження і методів інвестиційного аналізу.

в) Визначення структури і показників форм контрольних звітів (рапортів) виконавців призначене сформувати систему носіїв контрольної інформації. Для забезпечення ефективності контролінгу така форма звіту повинна бути стандартизована і вміщувати наступну інформацію:

– фактично досягнуте значення контрольованого показника (у відповідності з передбаченим);

– розмір відхилення фактично досягнутого значення контрольованого показника від передбаченого;

– факторний розклад розміру відхилення. Алгоритм такого розкладу повинен бути визначений і доведений до кожного виконавця раніше;

– пояснення причин негативних відхилень по показнику в цілому і окремим його складовим.

Форма стандартного контрольного звіту (рапорту) виконавця диференціюється у відповідності із змістом доведеного йому бюджету (плану).

г) Визначення контрольних періодів по кожному виду інвестиційного контролінгу і кожній групі контрольованих показників. Конкретизація контрольного періоду за видами контролінгу і групам показників визначається “терміновістю реагування”, необхідною для ефективного управління фінансовою діяльністю на даному підприємстві. З урахуванням цього принципу виділяють:

– тижневий (декадний) контрольний звіт;

– місячний контрольний звіт;

– квартальний контрольний звіт.

д) Встановлення розмірів відхилень фактичних результатів контрольованих показників від встановлених стандартів здійснюється як в абсолютних, так і у відносних показниках. Так як кожний показник міститься в контрольних звітах виконавців, на даній стадії він агрегується в рамках підприємства в цілому. При цьому за відносними показникам всі відхилення поділяються на три групи:

– позитивне відхилення;

– негативне “допустиме” відхилення;

– негативне “критичне” відхилення.

е) Виявлення основних причин відхилень фактичних результатів контрольованих показників від встановлених стандартів проводиться по підприємству в цілому і по окремим “центрам відповідальності”. В процесі такого аналізу виділяються і розглядаються ті показники інвестиційного контролінгу, в яких спостерігаються “критичні” відхилення від цільових нормативів, завдань поточних планів і бюджетів. За кожним критичним відхиленням повинні бути виявлені причини, які їх визвали.

В процесі здійснення такого аналізу в цілому по підприємству використовуються відповідні розділи контрольних звітів виконавців.

Розроблена система моніторингу повинна корегуватись при зміні мети інвестиційного контролінгу і системи показників поточних планів і бюджетів.

6. Формування системи алгоритмів дій з усунення відхилень є заключним етапом побудови інвестиційного контролінгу на підприємстві. Принципова система дій менеджерів підприємства в цьому випадку складається в трьох алгоритмах (рис.2.8).

а) “Не вживати ніяких заходів”. Ця форма реагування передбачається в тих випадках, коли розмір негативних відхилень значно нижче передбаченого “критичного” критерію.

б) “Усунути відхилення”. Така система дій передбачає процедуру пошуку і реалізації резервів по забезпеченню виконання цільових, планових або нормативних показників. При цьому резерви розглядаються в розрізі різноманітних аспектів інвестиційної діяльності і окремих фінансових операцій. В якості таких можливостей може бути розглянута доцільність введення посиленого режиму економії (за принципом “відсікання лишнього”), використання системи фінансових резервів та інші.

в) “Змінити систему планових або нормативних показників”. Така система дій проводиться в тих випадках, коли можливості нормалізації окремих аспектів інвестиційної діяльності обмежені або взагалі відсутні. В цьому випадку по результатам інвестиційного моніторингу вносяться пропозиції по корегуванню системи цільових стратегічних нормативів, показників поточних фінансових планів або окремих бюджетів. В окремих критичних випадках може бути обґрунтована пропозиція про припинення окремих виробничих, інвестиційних і фінансових операцій і навіть діяльності окремих центрів витрат і інвестицій.

Впровадження на підприємстві системи інвестиційного контролінгу дозволить суттєво підвищити ефективність всього процесу управління його фінансовою діяльністю.

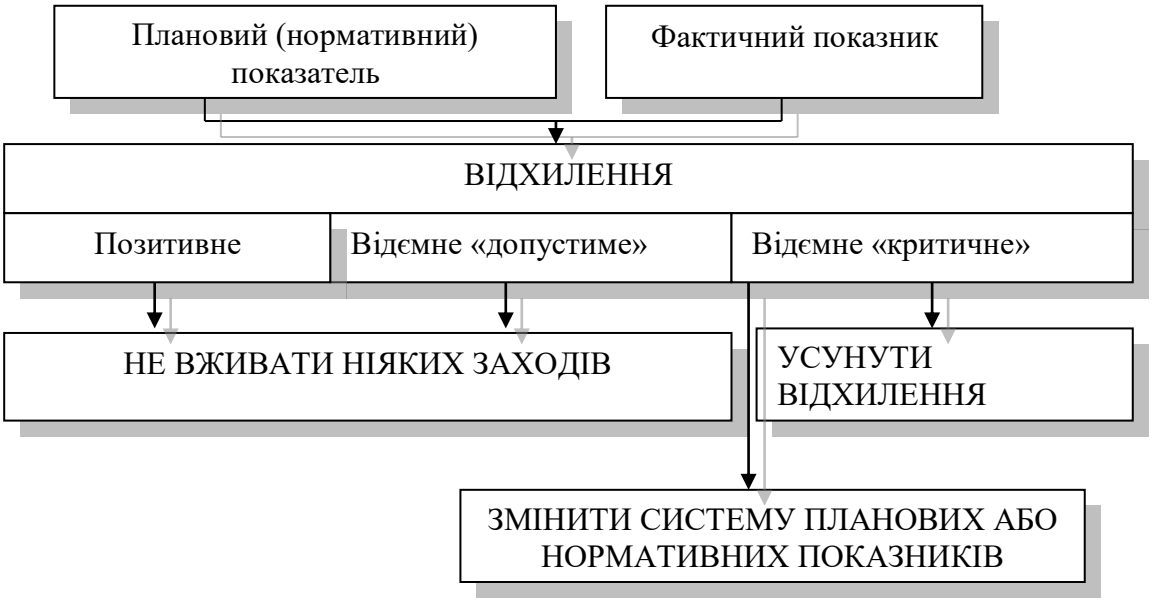

Рис. 2.8. Формування алгоритму дій з усунення різних видів відхилень фактичних результатів інвестиційної діяльності

2.2. Методичний інструментарій інвестиційного менеджменту

Інвестори віддають перевагу грошам, які є сьогодні, а не тим, що будуть завтра, бо гроші сьогодні надають їм можливість робити з них ще гроші. Окрім того, слід пам'ятати, що гроші втрачають свою вартість під впливом наступних факторів.

1) Інфляція – купівельна спроможність грошей сьогодні вища, ніж буде завтра, внаслідок загального підвищення цін.

2) Ризик – невпевненість, можливість не отримати запланований прибуток і навіть втратити інвестований капітал. Як невпевненість зростає відповідно до тривалості прогнозованого періоду, так зростає і ризик. Відповідно зменшується сподівана вартість грошей.

3) Схильність до ліквідності – вкладаючи гроші в придбання будь-яких активів, інвестор втрачає стовідсоткову ліквідність, яку мають тільки гроші. Інвестори схильні до ліквідності, а тому віддають перевагу наявним грошам, замість вкладення їх у справу. Інвестори, вкладаючи гроші у справу, сподіваються на високу винагороду як компенсацію за втрату ліквідності, і це також впливає на зміну вартості грошей у часі.

Інвестиційний менеджмент вимагає здійснення різноманітних фінансово-економічних розрахунків, пов'язаних з потоками грошових коштів у різні періоди часу.

Оцінка вартості грошей з урахуванням часу вимагає розгляду базових понять.

Ключову роль у цих розрахунках відіграє вартість грошей у часі. Концепція такої вартості ґрунтується на тому, що вартість грошей з плином часу змінюється з урахуванням норми прибутку на грошовому ринку, в ролі якої звичайно виступає норма позичкового процента (або процента). В даному разі ***під процентом*** розуміємо суму доходів від використання грошей на грошовому ринку. Враховуючи, що процес інвестування тривалий у часі, в інвестиційній практиці часто необхідно порівнювати вартість грошей на початку їхнього інвестування з вартістю грошей при їхньому поверненні у вигляді майбутнього прибутку, амортизаційних відрахувань тощо. Порівнюючи вартість грошових коштів при їхньому інвестуванні і поверненні прийнято використовувати два основні поняття – *майбутня вартість грошей і теперішня вартість грошей*.

Майбутня вартість грошей – це сума інвестованих у теперішній час коштів, у яку вони перетворяться через певний період часу з урахуванням певної ставки процента.

Визначення майбутньої вартості грошей пов'язане з процесом нарощування цієї вартості, що являє собою поетапне збільшення суми вкладу шляхом приєднання до первісного його розміру суми процента (процентних платежів). Ця сума розраховується за так званою процентною ставкою.

В інвестиційних розрахунках процентна ставка застосовується не лише як інструмент нарощування вартості грошових коштів, а й у ширшому сенсі – як вимірник ступеня дохідності інвестиційних операцій.

Теперішня вартість грошей **–** це сума майбутніх грошових надходжень, зведених з урахуванням певної процентної ставки (так званої «дисконтної ставки») до теперішнього періоду.

Визначення теперішньої вартості грошей пов'язане з процесом ***дисконтування цієї вартості***, що є операцією, зворотною до нарощування при обумовленому кінцевому розмірі грошових коштів. У цьому разі сума процента відраховується з кінцевої суми (майбутньої вартості) грошових коштів. Така ситуація виникає в тих випадках, коли необхідно визначити, скільки коштів потрібно інвестувати сьогодні для того, щоб через певний проміжок часу отримати заздалегідь обумовлену їхню суму.

При проведенні фінансово-економічних розрахунків, пов'язаних з інвестуванням коштів, процеси нарощування та дисконтування вартості можуть здійснюватися як за простими, так і за складними процентами.

Простим процентом називається нарахування з теперішньої вартості вкладу в кінці одного періоду платежу, зумовленого умовами інвестування (місяць, квартал тощо).

Складний процент – це сума доходу, яку отримає інвестор у результаті інвестування певної суми грошей за умов, що простий процент не сплачується наприкінці кожного періоду, а додається до суми основного вкладу і в наступному періоді також приносить дохід.

Процентна ставка (ставка) – питомий показник, у відповідності з яким у визначений період нарахування виплачується сума проценту у розрахунку на одиницю капіталу.

Період нарахування – загальний період часу, впродовж якого здійснюється процес нарощування або дисконтування вартості грошей.

Інтервал нарахування – конкретний проміжок часу (у межах загального періоду нарахування), протягом якого розраховується окрема сума проценту за встановленою ставкою (здійснюється окремий платіж проценту)

Попередній метод нарахування проценту (метод пренумерандо) – засіб розрахунку платежів, за яким нарахування проценту здійснюється на початку кожного інтервалу.

Метод постнумерандо – засіб розрахунку платежів, за яким нарахування проценту здійснюється наприкінці кожного інтервалу.

Дискретний грошовий потік – грошовий потік за інвестиційною діяльністю, який має чітко обмежений період нарахування процентів і кінцевий термін повернення основної суми капіталу.

Неперервний грошовий потік **–** грошовий потік за інвестиційною діяльністю, який має чітко необмежений період нарахування процентів і відповідно не визначений кінцевий термін повернення основної суми капіталу.

Ануїтет **–** довготривалий інвестиційний потік платежів, який характеризується однаковим рівнем процентних ставок протягом всього періоду.

Процентна ставка, яка використовується у процесі нарощування або дисконтування класифікується за рядом ознак:

- *за методом використання форми оцінки:* ставка нарощування та ставка дисконтування;
- *за стабільністю рівня процентної ставки у межах періоду нарахування*: фіксована процентна ставка (незмінний рівень протягом усього періоду нарахування) та плавуча (змінна впродовж періоду нарахування під впливом темпу інфляції, середньої норми проценту на фінансовому ринку тощо) процентна ставка;
- *за умовами нарахування річної суми проценту*: періодична процентна ставка (може варіювати як за рівнем, та і тривалістю окремих інтервалів протягом року) та ефективна процентна ставка(ставка порівняння річної суми проценту за періодичним ставками до суми основного капіталу);
- *за умовами формування*: базова процентна ставка (характеризується основним початковим рівнем, який може бути конкретизований кредитором в залежності від умов інвестування) та договірна процентна ставка (характеризується конкретизованим її рівнем в залежності від умов договору)

Методичний інструментарій оцінки вартості грошей проводиться за трьома основними напрямами: на основі розрахунку дискретних платежів за простими, складним процентами та на основі ануїтету (рис. 2.9).

Рис. 2.9. Система методичних підходів до оцінки вартості грошей у часі

2.2.1. Методичний інструментарій оцінки вартості грошей при дискретних потоках за простими процентами

Простий процент обчислюється за такою формулою (2.15):

$$I = Pit, \qquad (2.15)$$

де I – величина прибутку власника інвестицій;

i – процентна ставка;

t – період часу інвестування;

P – первісна сума інвестиції (вкладу).

Сутність методу нарахування за простими процентами зводиться до того, що проценти нараховуються впродовж усього терміну інвестицій (кредиту) на ту саму величину капіталу, що інвестується. Наприкінці періоду t сума, одержувана інвестором, дорівнює $P + I$. Тоді:

$$S = P + I = P + Pit = P(1 + it). \tag{2.16}$$

Величина $(1 + it)$ зветься ***множником нарощування*** простих процентів.

При використанні простих процентів, коли термін угоди не дорівнює цілому числу років, період нарахування процентів виражається дробовим числом, тобто як відношення числа днів функціонування угоди до числа днів у році:

$$t = n/K, \tag{2.17}$$

де n – число днів функціонування угоди;

K – часова база (кількість днів у році).

В цьому разі формула (2.17) набуде такого вигляду:

$$S = 1 + i\frac{n}{K}. \tag{2.18}$$

В ряді країн для зручності обчислень рік триває 360 днів. Це так звана «німецька практика». Проценти, що розраховані за часовою базою $K = 360$ днів, називаються звичайними чи комерційними.

Існує також «французька практика», коли тривалість року $K = 360$ днів, а тривалість місяців за днями відповідає календарному обчисленню. І, нарешті, в цілій низці країн використовується «англійська практика», що враховує тривалість року $K = 365$ днів, а тривалість місяців року – згідно з календарним обчисленням.

При математичному дисконтуванні розв’язується задача, зворотна визначенню нарощуваної суми. Сформулюємо її таким чином: яку суму необхідно інвестувати на t років, щоб при нарахуванні на неї процентів за ставкою i отримати суму, що дорівнює S.

Використовуючи формулу (2.15) розрахунку нарощуваної суми за простою процентною ставкою, отримаємо:

$$P = S\frac{1}{(1 + it)}, \tag{2.19}$$

де знаменник $1 / (1 + it)$ – дисконтний множник, що показує, в скільки разів первісна сума є меншою від нарощеної.

Методичний інструментарій оцінки вартості грошей при дискретних потоках за складними процентами полягає в тому, що в першому періоді нарахування здійснюється на первісну суму інвестицій (кредиту), після цього вона складається зі нарахованим процентом і в кожному наступному періоді проценти нараховуються на вже нарощену суму. Тож база для нарахування процентів постійно змінюється.

$$S_1 = P(1 + i) \text{ при } t = 1;$$
$$S_2 = P(1 + i) + P(1 + i)i = P(1 + i)^2 \text{ при } t = 2;$$
$$S_3 = P(1 + i)^3 \text{ при } t = 3;$$

……

$$S_n = P(1 + i)^n \text{ при } t = n, \qquad (2.20)$$

де $(1 + i)$ – складний декурсивний коефіцієнт;

$(1 + i)^n$ – множник нарощування складних процентів.

Приклад . Нарахування складних процентів

$2000 інвестуються під 12% річних на 10 років. Визначте суму, яка акумулюється наприкінці 10-го року.

Розв'язання. Використовуючи рівняння (2.20), отримаємо:

$S_{10} = \$2000(1 + 0,12)^{10} = \$2000\ (3,1058) = \$\ 6211.70.$

Наприкінці десяти років можна отримати $6211.70.

Якщо впродовж терміну угоди процентні ставки змінюються в часі, але в певні терміни, то нарощена сума в цьому разі визначається за формулою:

$$S_n = P(1+i_1)^{n_1}(1+i_2)^{n_2}\ldots(1+i_k)^{n_k}, \qquad (2.21)$$

де $i_1, i_2, \ldots, i_k$ – послідовні значення процентних ставок;

$n_1, n_2, \ldots, n_k$ – періоди, впродовж яких використовуються відповідні ставки.

В депозитних угодах, у контрактах на отримання кредиту передбачається капіталізація процентів декілька разів на рік по півріччях, кварталах, інколи щомісячно

Тоді для нарахування відсотків m разів на рік використовується формула (2.22):

$$S_n = P\left(1+\frac{i}{m}\right)^R. \qquad (2.22)$$

Приклад. Нарахування нарощеної суми за складними процентами

Інвестор вклав $3000 в банк при 10% річних на 5 років на умові нарахування складних процентів щокварталу. Яку суму він отримає в кінці 5-річного періоду?

<u>*Розв'язання.*</u> Використовуючи формулу (2.22), отримаємо:

$$S_5 = \$3000\left(1+\frac{0.10}{4}\right)^{4\cdot 5} = \$3000(1.025)^{20} = \$3000(1.6386) = \$4915.85.$$

Процентна ставка використовується не тільки як інструмент нарощування арифметично завжди більша. Визначення теперішньої вартості грошей є важливим для прийняття рішення щодо вибору альтернативних варіантів інвестиційних проектів.

Очевидно, якщо існує два різні проекти з однаковим періодом реалізації, але різними дисконтними ставками, то можна визначити їх теперішню вартість і порівняти, який із них доцільно вибрати.

Ефективна ставка вимірює той реальний відносний прибуток, що одержує кредитор (інвестор) у цілому за рік. Ефективна ставка, іншими словами, відповідає на питання, яку річну ставку складних процентів необхідно встановити, щоб отримати такий самий фінансовий результат, як і при *m*-разовому нарахуванні процентів за рік за ставкою *i*/*m*.

Позначимо ефективну ставку I_e.

Рівність нарощуваних сум буде забезпечена в тому разі, якщо рівні первісні суми P*, періоди нарощування* n *і множники нарощування, тобто:*

$$(1+I_e)^n = \left(1+\frac{i}{m}\right)^R.$$

Оскільки $R = mn$, то:

$$I_e = \left(1+\frac{i}{m}\right)^m - 1. \qquad (2.23)$$

<u>*Розв'язання.*</u> Використовуємо формулу (2.23):

$$I_e = \left(1+\frac{i}{m}\right)^m - 1 = \left(1+\frac{0.20}{4}\right)^4 - 1 = 0.2155 = 21.55\%.$$

Таким чином, ефективна ставка складних процентів дорівнює 21.55%.

Інвестування грошових коштів у різноманітні програми, створення грошових фондів цільового призначення, погашення банківської заборгованості тощо передбачають виплати, здійснювані через певні проміжки часу. При цьому виникає ряд послідовних платежів, пойменованих потоком платежів. *Ряд послідовних фіксованих платежів, здійснюваних через рівні проміжки часу, називають фінансовою рентою або ануїтетом.*

Узагальнюючими показниками ануїтету є його майбутня і теперішня вартість.

Майбутня вартість ануїтету – це сума всіх членів потоку платежів з нарахованими на них процентами на кінець періоду, тобто на дату останньої виплати.

Вона показує, яку величину представлятиме капітал, що вкладається через рівні проміжки часу впродовж всього терміну ануїтету разом з нарахованими процентами. Коли платежі здійснюються щороку впродовж *n* років при процентній ставці *i*, майбутнє значення вартості ануїтету дорівнюватиме:

$$F = A_1(1+i)^{n-1} + A_2(1+i)^{n-2} + ... + A_n(1+i)^0, \qquad (2.24),$$

де *F* – майбутня вартість ануїтету;

A_1, A_2, ..., A_n – суми, що сплачуються в кінці кожного періоду в ануїтет;

i – процентна ставка;

n – кількість років.

Якщо платежі в кожен період дорівнюють A_1=A2= ... =A_n =A, то рівняння (2.24) може бути переписано ось яким чином:

$$F = A\left((1+i)^n + (1+i)^{n-1} + ... + (1+i)\right). \qquad (2.25)$$

Перемножуючи обидві сторони рівняння (2.25) на **(1+i)** й віднімаючи з нього рівняння (1.17), отримаємо:

$$\begin{aligned} &F(1+i) = A\left((1+i)^n + (1+i)^{n-1} + ... + (1+i)\right); \\ &F_i = A\left((1+i)^n - 1\right); \\ &F = A\frac{(1+i)^n - 1}{i}. \end{aligned} \qquad (2.26)$$

Величина $((1 + i)^n - 1)/i$ *називається процентним фактором майбутньої вартості ануїтету,* що може бути визначений шляхом прямого обчислення на комп'ютері, або його значення може бути знайдене зі спеціальних таблиць. Позначимо його як $PFFVA_{n,\,i}$.

<u>*Приклад.*</u> *Майбутня вартість ануїтету (постнумерандо)*

Інвестор планує вкладати $3000 в ануїтет у кінці кожного року впродовж 10 років. Якщо проценти в розмірі 9% нараховуються щорічно, то яку суму через 10 років може одержати інвестор?

<u>*Розв'язання.*</u> Використовуємо формулу (2.26):

$$F = A\frac{(1+i)^n - 1}{i} = \$3000\frac{(1+0.09)^{10} - 1}{0.09} = \$45578.79.$$

У кінці 10 року інвестор одержить $45578.79.

Формула (2.26) – це формула майбутньої вартості звичайного ануїтету, бо всі платежі (надходження) грошових коштів відбуваються в кінці періодів

(постнумерандо). Коли платежі відбуваються на початку кожного періоду, то в цьому разі ми маємо справу з авансовим ануїтетом *(пренумерандо)*. Його майбутня вартість визначається за формулою:

$$F_A = F\,(1 + i). \qquad (2.27),$$

Приклад **.** *Майбутня вартість авансового ануїтету (пренумерандо)*

Інвестор планує вкладати $2000 в ануїтет на початку кожного року впродовж 10 років. Визначте суму, яку отримає інвестор через 10 років за умови, що проценти нараховуються щорічно в розмірі 6%.

Розв'язання. Використовуємо формулу (1.20) для обчислення майбутньої вартості авансового ануїтету:

$$F_A = F(1+i) = A\left[\frac{(1+i)^n - 1}{i}\right](1+i) =$$

$$= \$2000\left[\frac{(1+0.06)^{10} - 1}{0.06}\right](1+0.06) = \$26361.597.$$

У цілому ряді практичних задач використовується значення не процентного фактору майбутньої вартості ануїтету, а його зворотна величина, яку називають процентним фактором фонду відшкодування.

Припустимо, що величина *F* – це майбутня вартість боргових зобов'язань і для її погашення необхідно створити фонд відшкодування. Для його створення потрібно в кінці кожного періоду вносити певну суму коштів, рівну величині *A*. Таким чином, величина щорічного внеску до фонду відшкодування дорівнюватиме:

$$A = \frac{Fi}{(1+i)^n - 1}\,. \qquad (2.28)$$

Приклад 10. Фонд відшкодування

Корпорації через 15 років необхідно покрити витрати за випуск облігацій у сумі $10000000.Вона створює для цього фонд відшкодування і сподівається отримувати 8% щорічно від використання коштів фонду. Яку суму щорічно корпорація повинна вкладати до фонду, щоб акумулювати повністю $10000000, якщо щорічні платежі вносяться до фонду в кінці кожного року?

Розв'язання. Якщо щорічні платежі А до фонду вносяться в кінці кожного року, використовуємо формулу (2.28) для визначення майбутньої вартості звичайного ануїтету:

$$A = F\left[\frac{i}{(1+i)^n - 1}\right] = \$10000000\left[\frac{0.08}{(1+0.08)^{15} - 1}\right] = \$368295.45.$$

Корпорація повинна щорічно вкладати до фонду $368295.45 упродовж 15 років, щоб одержати $10000000.

Теперішня вартість ануїтету При використанні процедур дисконтування грошових потоків при оцінці інвестицій необхідно знати теперішню (інші назви – сучасну, наведену, поточну) вартість грошової суми, що може бути отримана в майбутньому. Якщо ми візьмемо формулу визначення майбутньої вартості грошей (2.20), то з неї ми можемо отримати вираз для розрахунку теперішньої вартості грошей:

$$S = P(1 + i)^{n} . \qquad (2.29)$$

Нехай для зручності $P = PV$. Тоді PV – це теперішня вартість суми S_n, яку можна отримати, якщо б сума PV була вкладена на n років за складною процентною ставкою i:

$$PV = S_n \frac{1}{(1+i)^n} . \qquad (2.30)$$

$1/(1+i)^{n}$ – процентний фактор теперішньої вартості грошей, що показує, скільки потрібно зараз вкласти коштів за складною процентною ставкою і, щоб через n років отримати 1 грошову одиницю.

В багатьох задачах, що постають на практиці, грошові кошти повинні надходити або вкладатися в кінці кожного року за певний проміжок часу. Теперішня вартість ряду платежів (або надходжень) є сумою щорічних окремих платежів (надходжень). Дана сума виражається такою формулою:

$$PVA = \frac{S_1}{1+i} + \frac{S_2}{(1+i)^2} + ... + \frac{S_n}{(1+i)^n} , \qquad (2.31)$$

де PVA – теперішня вартість грошей, що повинна бути отримана.

Приклад Теперішня вартість ануїтету

Корпорація розраховує отримати наступні грошові потоки від вкладення інвестицій: рік 1 – $3000, рік 2 – $4000, рік 3 – $5000, рік 4 – $6000. Необхідна ставка прибутковості інвестицій – 12%. Визначте теперішню вартість грошових потоків від інвестицій.

Розв'язання. Використовуємо формулу (2.31) для визначення теперішньої вартості грошових потоків:

$$PVA = \frac{\$3000}{(1+0.12)} + \frac{\$4000}{(1+0.12)^2} + \frac{\$5000}{(1+0.12)^3} + \frac{\$6000}{(1+0.12)^4} = \$13239.35.$$

Теперішня вартість грошових потоків від інвестицій дорівнює $13239.35.

Теперішня вартість авансового ануїтету визначається як:

$$PVA_A = S\frac{(1+i)^n - 1}{i\cdot(1+i)^n}(1+i) = S\frac{(1+i)^n - 1}{i\cdot(1+i)^{n\text{-}1}}. \qquad (2.32)$$

Приклад. *Теперішня вартість ануїтету*

Корпорація розраховує отримувати грошові надходження від впровадження нового проекту $5000 щорічно упродовж 10 років. Знайдіть теперішню вартість грошей, яку отримає корпорація, якщо ставка дисконту 10%.

Розв'язання Використовуємо формулу (2.32) для визначення теперішньої вартості грошових потоків:

$$PVA = \$5000\left[\frac{(1+0.10)^{10} - 1}{0.10(1+0.10)^{10}}\right] = \$30722.83.$$

Приклад. *Відновлення капіталу*

Позичальнику потрібні $30000 для подальшого інвестування. Банк надає позичку на 20 років під 8% річних з рівними щорічними платежами в кінці року. Знайдіть суму, яку повинен сплачувати позичальник у кінці кожного року.

Розв'язання. Використовуємо формулу (1.25) для визначення суми *S*, яку повинен сплачувати позичальник у кінці кожного року:

$$S = PVA\left[\frac{i(1+i)^n}{(1+i)^n - 1}\right] = \$30000\left[\frac{0.08(1+0.08)^{20}}{(1+0.08)^{20} - 1}\right] = \$3055.57.$$

Позичальник повинен сплачувати щорічно $3055.57 упродовж 20 років, щоб повернути банку $30000 і проценти.

Перпетуїтет – це ануїтет або серія періодичних платежів, що тривають нескінченно. Якщо *n* прагне до нескінченності, то границя *PVA* дорівнює 1/*i*. Тоді:

$$PV = P/i, \qquad (2.33)$$

де *PV* – теперішня вартість перпетуїтету;

P – річний платіж;

i – процентна ставка.

Приклад *Теперішня вартість перпетуїтету*

Якщо річна процентна ставка дорівнює 10%, то якою буде теперішня вартість перпетуїтету $1000?

Розв'язання. Використовуємо формулу (2.33) для визначення теперішньої вартості перпетуїтету *PV*:

$$PV = P/i = \$1000/0.10 = \$10000.$$

Теперішня вартість перпетуїтету дорівнює $10000.

2.2.2. Розрахунок впливу інфляції при визначенні майбутньої та теперішньої вартості грошей.

В інвестиційній практиці необхідно постійно враховувати вплив інфляції, яка з плином часу знецінює грошові кошти.

Інфляція – процес, що характеризується підвищенням загального рівня цін в економіці певної країни та зниженням купівельної спроможності грошей.

Для коригування вартості грошових потоків під впливом інфляції використовують такі терміни, як номінальна та реальна сума грошових коштів.

Номінальна сума грошових коштів не враховує зміни покупної спроможності грошей. Реальна сума грошових коштів – це оцінка номінальної суми з урахуванням зміни покупної спроможності грошей під впливом інфляції.

У фінансово-економічних розрахунках, пов'язаних з інвестиційною діяльністю, інфляція враховується в наступних випадках:

– при коригуванні нарощеної суми грошових коштів;

– при формуванні ставки проценту (з урахуванням інфляції), що використовується для нарощування та дисконтування;

– при прогнозі рівня доходів від інвестицій, що враховують темпи інфляції.

Для того, щоб оцінити інфляцію використовують два основних показника:

Т – темп інфляції, тобто приріст рівня цін за період (наприклад, за рік), %;

І – індекс інфляції, який розраховується як частка від одиниці і дорівнює 1+Т.

Темп інфляції – показник, який характеризує розмір знецінювання (зниження покупної спроможності) грошей у визначеному періоді, який вимірюється приростом рівня цін.

Фактичний темп інфляції – показник, який характеризує реальний приріст середнього рівня цін у попередньому періоді.

Очікуваний темп інфляції – прогнозний показник, який характеризує можливий приріст.

Індекс інфляції – показник, який характеризує загальний ріст рівня цін у визначеному періоді, що розраховується шляхом сумування базового їх рівня на початок періоду (приймається за одиницю) і темпу інфляції у звітному періоді (що визначається десятковим дробом).

Номінальна сума грошей – оцінка розміру грошевих активів у відповідних грошових одиницях без обліку зміни споживчої вартості у звітному періоді.

Реальна сума грошей – оцінка розміру грошевих активів урахуванням обліку зміни рівня споживчої вартості грошей у звітному періоді під впливом інфляції

Номінальна процентна ставка та реальна процентна ставка – ставки процента, які встановлюються відповідно до умов вище наведених понять.

Інфляційна премія – додатковий дохід, що виплачується, інвестору с ціллю відшкодування фінансових втрат від знецінювання грошей у зв'язку зі інфляцією. Рівень цього доходу звичайно прирівнюється до темпу інфляції.

1). Методичний інструментарій прогнозування річного темпу, індексу інфляції та визначення необхідного рівня дохідності за інвестиційними операціями.

Формула для розрахунку річного темпу інфляції:

$$TI_р=(1+TI_м)^{12}-1, \qquad (2.34)$$

де $TI_р$ – темп інфляції річний (прогноз);
$TI_м$ – темп інфляції місячний (очикуємий).

При прогнозуванні річного індексу інфляції використовують таку формулу:

$$Ip=1+TIp\ . \qquad (2.35)$$

Коригування нарощеної суми з урахуванням інфляції здійснюється за формулою:

$$FVp = FVn\ /In, \qquad (2.36)$$

де FVp – реальна майбутня вартість грошей з урахуванням інфляції;
FVn – номінальна майбутня вартість грошей;
In – індекс інфляції за період, що аналізується.

Тобто номінальна сума грошей зменшується в $(1+T)^n$ рази, у відповідності до зменшення купівельної спроможності грошей. При цьому вважається, що темп інфляції зберігається стабільним по роках. Якщо темп інфляції змінюється кожен рік, то треба для кожного року здійснювати розрахунки окремо.

Приклад. Номінальна ставка процентів – 50 %, очікуваний темп інфляції за рік – 40 %. Необхідно визначити майбутню вартість інвестицій у розмірі 200.000 грн. через 2 роки.

V2 = 200000 = 229000.

Загальним правилом при врахуванні інфляції є r>T, тобто норма дохідності за інвестиціями повинна бути більшою, ніж темп інфляції. У цьому разі реальна майбутня вартість грошей збільшиться, незважаючи на інфляцію.

Взаємозв'язок між номінальною та реальною процентними ставками розглянемо на прикладі.

Приклад. Припустимо, що інвестору обіцяють реальну прибутковість його вкладень у розмірі 10 %. Це означає, що при інвестуванні 1000 грн. через

рік він отримає: 1000(1+0,10) = 1100 грн. Якщо темп інфляції складає 25 %, то інвестор коригує цю суму відповідно до інфляції: 1100(1+0,25) = 1375 грн. Загальний порядок розрахунку може записуватися наступним чином:

1000 (1+0,10)(1+0,25) = 1375 грн.

Для розрахунку контрактної норми прибутковості можна використовувати формулу:

$$rp = r + T + r\,T\,, \qquad (2.37)$$

де rp – реальна (контрактна) процентна ставка прибутковості;

T – темп інфляції;

величина r+rT – інфляційна премія.

Часто можна зустріти більш просту формулу, яку можна застосовувати у випадку незначних темпів інфляції:

$$rp = r + T \qquad (2.38)$$

Оскільки прогнозування темпів інфляції є досить складним процесом, що пов'язаний із значною кількістю невизначених факторів, тому часто для врахування впливу інфляції суми грошових коштів, що підлягають поверненню, просто перераховуються з національної валюти в одну із найбільш твердих валют.

Перерахунок здійснюється за курсом НБУ на момент проведення розрахунків. У цьому разі нарощування та дисконтування здійснюються без урахування інфляції. Наприклад, при інвестуванні за рахунок кредитів комерційного банку в якості дисконту приймається процентна ставка валютного кредиту цього банку.

2) Інфляція і процентні ставки. Ефект Фішера. Методичний інструментарій формування реальної процентної ставки

Припустимо, ви вкладаєте в банк свої заощадження під 6% річних. Чи станете Ви на 6% багатшими через рік?

Відповідь на це питання залежить від того, що розуміти під словом "багатший". Так, грошей Ви тепер маєте на 6% більше. Але як змінилися ціни на товари та послуги за рік, що минув? Коли вони зросли, скажімо на 4%, то кількість товарів і послуг, які Ви можете тепер придбати зросла лише на 2%. А коли б рівень інфляції склав 10%, то Ваша купівельна спроможність насправді скоротилася б на 4%.

Економісти називають банківський процент номінальною процентною ставкою, а збільшення Вашої купівельної спроможності – реальною процентною ставкою. Якщо номінальну процентну ставку позначити через i, реальну процентну ставку – r, а інфляцію – TI , то залежність між трьома цими змінними може бути записана так: r = i – TI, тобто реальна процентна ставка є різницею між номінальною процентною ставкою та рівнем інфляції.

Перегрупувавши члени цього рівняння відносно реальної процентної ставки, побачимо, що номінальна процентна ставка є сумою реальної процентної ставки і рівня інфляції.

$$i = TI + r \,. \qquad (2.39)$$

Рівняння, записане у такому вигляді, має назву рівняння Фішера.

$$r = \frac{i - TI}{1 + TI} \,. \qquad (2.40)$$

У відповідності з рівнянням Фішера, збільшення рівня інфляції на 1% призводить до підвищення номінальної процентної ставки на 1%. Це співвідношення між рівнем інфляції і номінальною процентною ставкою має назву ефекту Фішера.

Коли позичальник і кредитор обумовлюють номінальну процентну ставку, вони не знають, яким буде насправді рівень інфляції. Тому розрізняють два види реальної процентної ставки:

- реальна процентна ставка, яку позичальник і кредитор очікують на момент укладання угоди, називається exante реальною процентною ставкою.
- фактична реальна процентна ставка називається expost реальною процентною ставкою.

3) Методичний інструментарій оцінки вартості грошових потоків урахуванням фактору інфляції.

У процесі інвестування фінансові менеджери, як правило, розраховують не окремі суми, а грошові потоки (Cash– Flow).

Обчислення нарощених і дисконтних сум грошових коштів здійснюється шляхом використання формул майбутньої і теперішньої вартості грошей для кожного елементу грошового потоку.

Елемент грошового потоку позначають як CFk, де k – номер періоду, за який отримано грошовий потік.

Використовуючи формулу майбутньої вартості для кожного елементу грошового потоку від «0» до «n», отримаємо майбутню вартість грошового потоку:

$$CFn = CF1(1+r)^{n-1} + CF2(1+r)^{n-2} + \ldots + CFn(1+r)^{n-k} \,, \qquad (2.41),$$

де r – кількість періодів, що аналізуються;

k – номер періоду.

Майбутня вартість нерівномірних грошових потоків (іноді її ще називають кінцевою вартістю) визначається за допомогою компаундування кожної виплати наприкінці періоду аж до припинення виплат, і потім – додавання майбутніх вартостей.

У деяких фінансових калькуляторах є кнопка «NFV» (чиста майбутня вартість). Після введення показників готівки і відсоткової ставки у пам’ять

калькулятора, за її допомогою можна отримати значення майбутньої вартості усього потоку.

Теперішня вартість нерівномірних грошових потоків визначається як сума поточних (теперішніх) вартостей окремих грошових потоків за допомогою формули:

$$\text{PV} = \frac{PV1}{(1+r1)^1} + \frac{PV2}{(1+r2)^2} + \frac{PVk}{(1+rk)^n} \qquad (2.42)$$

де n – кількість періодів, що аналізуються;

k – номер періоду.

2.2.3 Методичний інструментарій визначення ризику

Дамо декілька визначень ризику.

Ризик – це небезпека, можливість зазнати збитку чи шкоди.

Ризик – це невизначеність, пов’язана з вартістю прибутків від інвестицій у кінці періоду. Ризик – це можливість втрати чи недоотримання прибутків. Ризик відрізняється від невизначеності тим, що може бути виміряний.

Особа, яка приймає інвестиційне рішення, може опинитися в умовах ризиків або невизначеності.

Хоча види ризику взаємопов’язані між собою, та незважаючи на це, їх визначення має доцільність у фінансовому плануванні, прийнятті рішень та управлінні.

Комерційний ризик пов’язаний з мінливістю чистого операційного доходу (earnings before interest and taxes – EBIT). Комерційний ризик вимірюють рівнем операційного левериджу (degree of operating leverage – DOL), який при обсязі виробництва Q визначатиметься як:

$$DOL = \frac{Q(P - VC)}{Q(P - VC) - FC}\ , \qquad (2.43)$$

де P – собівартість продукції;

VC – змінні витрати на одиницю продукції;

FC – загальні постійні витрати;

Фінансовий ризик – це мінливість у прибутках, пов’язана з функціонуванням фінансової структури фірми і необхідністю виконання зобов’язань з цінних паперів з фіксованим прибутком.

Фінансовий ризик вимірюється рівнем фінансового левериджу (degree of financial leverage) – DFL, який дорівнює:

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - I}, \qquad (2.44)$$

де I – борговий процент;

EBIT – чистий операційний прибуток.

Інвестиційний ризик – це мінливість у прибутках, пов'язана з коливаннями в грошових надходженнях від інвестицій і в самих потоках інвестицій прийнятих інвестиційних проектів. Цей ризик асоціюється з помилками в прогнозах ринкової привабливості товарів, майбутніх технологічних змін, міри взаємозалежності грошових потоків, змін витрат за проектами та іншими ризиками.

Портфельний ризик – це мінливість у прибутках, пов'язана з мірою ефективності диверсифікації, якої фірма досягла в своїх операціях, і її портфелем активів. Ризик зменшують шляхом прийняття інвестиційних проектів і придбання активів, що мають низьку або негативну кореляцію з її поточними операціями.

Катастрофічний ризик – це мінливість у прибутках, пов'язана з подіями поза сферою контролю та участі фірми. До таких подій належать експропріація, значні зміни в пріоритетах споживачів, енергетична криза тощо.

Інвестиційні ризики можуть класифікуватися за сферами прояву, за формами інвестування і за джерелами виникнення. Інвестиційні ризики за сферами прояву можуть бути економічними, політичними, соціальними, екологічними та іншими.

Економічний ризик пов'язаний з можливими змінами в економіці. Оскільки інвестиційна діяльність здійснюється в економічній сфері, то вона найбільшою мірою схильна до економічного ризику.

Політичний ризик пов'язаний з різними видами прояву адміністративних обмежень в умовах зміни державою свого політичного курсу.

Соціальний ризик пов'язаний з можливістю виникнення страйків, здійснення під впливом працівників підприємств – реципієнтів інвестицій незапланованих соціальних програм тощо.

Екологічний ризик пов'язаний з можливістю виникнення екологічних катастроф, стихійних лих, що можуть спричинити прямі чи опосередковані збитки об'єктам інвестування.

Інші види ризиків – рекет, викрадення майна, спотворення інформації з боку інвестиційних і господарських партнерів.

Інвестиційні ризики за формою інвестування поділяються на ризики реального інвестування і ризики фінансового інвестування.

Ризик реального інвестування пов'язаний з невдалим розташуванням об'єкта інвестування, що споруджується, збоями в постачанні будівельних матеріалів і обладнання, істотним зростанням цін на інвестиційні товари та ін., що затримує введення в експлуатацію об'єкта інвестування або знижує прибуток під час його експлуатації.

Ризик фінансового інвестування пов'язаний з непродуманим вибором фінансових інструментів для інвестування, фінансовими труднощами і навіть банкрутством окремих емітентів, непередбачуваними змінами в умовах інвестування, прямим обманом інвесторів тощо.

Ризики за джерелами виникнення поділяються на систематичний і несистематичний.

Систематичний (ринковий) ризик визначається зміною етапів економічного циклу, кон'юнктурних циклів інвестиційного ринку, зміною в податковому законодавстві та іншими чинниками, що на них інвестор не в змозі вплинути при виборі об'єктів інвестування.

Несистематичний (специфічний) ризик притаманний певному об'єкту інвестування чи діяльності певного інвестора. Він може виникнути через некваліфіковане керівництво компанією – об'єктом інвестування, посилення конкуренції в певних сегментах інвестиційного ринку, нераціональну структуру інвестованих коштів, небажані наслідки яких можна було б попередити або уникнути їх у разі ефективного управління інвестиційним процесом (проектом).

Поділ ризику інвестиційного ринку на систематичний або несистематичний є важливим принципом у теорії ефективного інвестиційного портфеля.

Крім наведених вище понять використовують наступні.

Вірогідність інвестиційного ризику – вимірювання частоти можливої дії небажаного випадку у процесі інвестиційної діяльності, що призводить до фінансових втрат підприємства.

Безризикова норма дохідності – норма дохідності за інвестиційними операціями, у яких не має реального ризику втрати капіталу або доходу.

Рівень інвестиційного ризику – показник, який характеризує вірогідність виникнення окремого виду інвестиційного ризику і розмір можливих фінансових втрат при його реалізації.

Цінова модель капітальних активів – модель визначення необхідного рівня дохідності окремих інвестиційних (фондових) інструментів з урахуванням рівня їх систематичного ризику, що вимірюється за допомогою бета-коефіцієнта

Бета-коефіцієнт – показник, що характеризує рівень зміни курсу котирування окремого інвестиційного інструменту або їх портфеля по відношенню до динаміки зведеного індексу цін всього інвестиційного (фондового) ринку.

Премія за ризик – додатковий дохід, який може бути отриманий інвестором за безризиковими інвестиційними операціями. Рівень цієї премії зростає в залежності від рівня систематичного ризику інвестиційного інструменту. Ця залежність визначається на основі графіку «лінії надійності ринку».

«Лінія надійності ринку»– графічний метод визначення залежності між рівнем систематичного ризику за конкретним інвестиційним інструментом і рівнем його необхідної дохідності.

До визначення інвестиційного ризику існує ряд методичних підходів (рис.2.10).

.

Рис. 2.10. Система основних методичних підходів до визначення фактору ризику

1) Методичний інструментарій оцінки рівня інвестиційного ризику

Економіко-статистичні методи оцінки враховують такі показники:

– ранг;
– середнє абсолютне відхилення;
– дисперсія, середньоквадратичне відхилення;
– напівдисперсія.

Ранг значень випадкової величини R вимірює загальну мінливість в можливих значеннях випадкової величини і визначається як різниця між найбільшим і найменшим значеннями випадкової величини.

Якщо R_g – ранг випадкової величини R, то:

$$R_g = \max_i(R_i) - \min_i(R_i) = R_H - R_L \qquad (2.45)$$

Для того, щоб перейти до розгляду інших абсолютних мір ризику, введемо поняття сподіваного значення випадкової величини.

Сподіване значення (математичне сподівання) випадкової величини R є мірою ризику, який очікується в середньому:

$$\overline{R} = \sum_{i=1}^{n} R_i \, p_i \, , \qquad (2.46)$$

де R_i – значення випадкової величини R;

p_i – імовірність того, що випадкова величина R набуде значення R_i.

Дисперсією дискретної випадкової величини, яка позначається як σ^2, називається математичне сподівання квадрата відхилень значень випадкової величини R_i від її математичного сподівання – $\overline{R}$.

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^{n} p_i \left(R_i - \overline{R}\right)^2 \qquad (2.47)$$

Середньоквадратичне відхилення *позначається літерою* σ *і дорівнює:*

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2}. \qquad (2.48)$$

Середнім абсолютним відхиленням дискретної випадкової величини R – MAD – називається математичне сподівання модуля відхилення значень випадкової величини від її математичного сподівання, тобто:

$$MAD = \sum_{i=1}^{n} p_i (\left|R_i - \overline{R}\right|) . \qquad (2.49)$$

Напівдисперсія – SV – випадкової величини R – це ере дню ке сподівання квадрата відхилень значень випадкової величини, нижчої за ере дню, від її математичного сподівання, тобто:

$$SV = \sum_{j=1}^{K} p_i \left(R_j - \overline{R}\right)^2 , \qquad (2.50)$$

де j – номер індексу значень випадкової величини R, нижчої за її математичне сподівання;

K – кількість значень випадкової величини нижчої від середньої.

У відносному вимірюванні міра ризику вимірюється ***коефіцієнтом варіації*** ν випадкової величини R:

$$\nu = \frac{\sigma}{\overline{R}} . \qquad (2.51)$$

<u>Приклад.</u> Вимірювання ризику

Компанія Альфа визначає умови ризику в термінах стану економіки. Настання сильного економічного зростання вона оцінює з імовірністю 0.3,

середнього економічного зростання – з імовірністю 0.5 і слабкого – з імовірністю 0.2.

Грошові надходження від інвестицій у три проекти передбачаються такими:

Таблиця 2.5 – Вихідні дані для розрахунку фактору ризику

Економічне зростання	Імовірність	Очікувані грошові надходження		
		A	*B*	*C*
Сильне	0.3	$1800	$1600	$2000
Середнє	0.5	1500	1200	1600
Слабке	0.2	800	1000	900

Визначити абсолютні і відносну міри ризику трьох проектів.

Розв'язання.

1. Ранг.
2. Використовуємо формулу (2.45) для визначення рангу проектів. Для проекту *A*:

R_H^A = max(1800, 1500, 800) = $1800;

R_L^A = min(1800, 1500, 800) = $800;

$R_g^A = R_H^A - R_L^A$ = $1800 – $800 = $1000.

Значення рангу проекту А означає, що максимальне значення грошових надходжень відрізняється від мінімального на $ 1000.

Аналогічно визначаються ранги проектів *B* і *C*, які дорівнюють відповідно Rg^B = $800 та Rg^C = $1100.

Найменш ризикованим за даним критерієм є проект *B*, що має мінімальний розкид з усіх проектів – $800.

2. Сподіваний (середній) грошовий потік:

$$\overline{R}^A = \sum_{i=1}^{3} R_i^A p_i = \$1800(0.3) + \$1500(0.5) + \$800(0.2) = \$1450.$$

Аналогічно $\overline{R}^B$ = $1280 і $\overline{R}^C$ = $1580.

3. Середнє абсолютне відхилення:

$$MAD_A = \sum_{i=1}^{3} p_i(\left|R_i^A - \overline{R}\right|) = (0.3)|\$1800 - \$1450| +$$
$$+ (0.5)|\$1500 - \$1450| + (0.2)|\$800 - \$1450| = \$260.$$

Аналогічно визначається MAD_B = $192 і MAD_C = $260.

Найменше ризикований з всіх проектів – проект *B*, що має мінімальне середнє абсолютне відхилення.

4. Дисперсія – σ^2.

Розрахуємо дисперсію для проекту *A:*

$$\sigma_A^2 = \sum_{i=1}^{3} p_i (R_i^A - \overline{R})^2 = 0.3(\$1800 - \$1450)^2 +$$
$$+ 0.5(\$1500 - \$1450)^2 + 0.2(\$800 - \$1450)^2 = 122500.$$

Аналогічно σ_B^2 = 49600 і σ_C^2 = 145600.

Мінімальне значення дисперсії грошових надходжень як міри ризику має проект *B*, тому він менш ризикований з усіх.

5. Стандартне відхилення – σ:

$\sigma_A = \sqrt{\sigma^2} = \sqrt{(122500)} = \$350.$

σ_B = \$223 і σ_C = \$382.

Мінімальне значення стандартного відхилення як міри ризику має проект *B*.

6. Напівдисперсія – *SV*:

$SV_A = \sum_{j=1}^{1} p_i (R_j^A - \overline{R})^2 = 0.2(\$800 - \$1450)^2 = 84500.$

SV_B = \$18880; SV_C = \$92480.

За даним критерієм проект *B* знову є менш ризикованим, оскільки має мінімальне з-поміж усіх значення напівдисперсії.

Іноді співвідносять значення напівдисперсії і повної дисперсії випадкової величини і виражають це співвідношення у відсотках як міру нижньої межі ризику. Так, наприклад, співвідношення:

(SV_A/σ_A^2) 100% = (84500/122500)100% = 68.98%.

Аналогічні співвідношення для проектів *B* і *C* дорівнюють відповідно 38.06% і 63.51%.

7. Коефіцієнт варіації – ν.

Коефіцієнт варіації показує міру ризику, що вимірюється стандартним відхиленням на \$1 очікуваних прибутків. Тобто, чим нижчим є коефіцієнт варіації, тим меншим є значення відносного ризику:

$\nu_A = \frac{\sigma}{\overline{R}} = \frac{\$350}{\$1450} = 0.2414.$

ν_B = 0.1742; ν_C = 0.2418.

Проект *B* має найменший коефіцієнт варіації і тому є найменш ризиковим.

Бета-коефіцієнт дозволяє оцінити індивідуальний або портфельний систематичний інвестиційний ризик по відношенню до рівня ризику інвестиційного ринку цілому. Розрахунок показника здійснюється за формулою:

$$\beta = \frac{K * \sigma_i}{\sigma_p} \quad , \qquad (2.52)$$

де β – бета– коефіцієнт;

К – ступінь кореляції між рівнем дохідності за окремим видом цінних паперів (або за їх потфелем) і середнім рівнем дохідності даної групи фондових інструментів по ринку у цілому;

σ_i – середньоквадратичне (стандартне) відхилення дохідності за індивідуальним видом цінних паперів (або за їх портфелем у цілому);

σ_p – середньоквадратичне (стандартне) відхилення дохідності за фондовим ринком у цілому.

Якщо β=1 – середній рівень фінансового ризику;

β>1 – високий рівень фінансового ризику;

β<1 – низький рівень фінансового ризику.

Експертні методи.

Експертні методи базуються на опитуванні кваліфікаційних спеціалістів (страхових, фінансових, інвестиційних менеджерів відповідних організацій) з математичною обробкою результатів цього опитування.

У процесі експертної оцінки кожному експерту пропонується оцінити рівень можливого інвестиційного ризику на основі бальної шкали, наприклад:

0 – ризик відсутній;

10 – ризик незначний;

30 – ризик нижче середнього рівня;

50 – ризик середнього рівня;

70 – ризик вище середнього рівня

90– ризик високий;

100 – ризик дуже високий.

Аналогові методи дозволяють оцінити рівень ризику за окремими найбільш масовими інвестиційними операціями підприємства. Для цього може бути використаний як особистий, так і зовнішній досвід подібних операцій.

2) Методичний інструментарій формування необхідного рівня дохідності інвестиційних операцій з урахуванням фактору ризику

Визначення необхідного рівня премії за ризик

$$RP = \left(\overline{R_n} - A_n\right) \times \beta, \qquad (2.53)$$

де RP_n – рівень премії за ризик за конкретним інвестиційним інструментом;

R_n – середня норма дохідності на інвестиційному ринку;

A_n – безризикова норма дохідності на інвестиційному ринку;

β – бета-коефіцієнт, що характеризує рівень систематичного ризику.

При визначенні премії за ризик використовується формула.

$$RP_s = SI \times RP_n, \qquad (2.54)$$

де RP_s – сума премії за ризик за конкретним інвестиційним інструментом за поточною вартістю;

SI – вартість окремого інвестиційного інструменту;

RP_n – рівень премії за ризик за конкретним інвестиційним інструментом

У процесі дисконтування вартості

Основна ідея методу ставки дисконту з урахуванням ризику полягає в тому, що грошові надходження проектів, що мають велику мінливість (ризик) у своїх розподілах імовірностей, повинні дисконтуватися за більш високими ставками дисконту, ніж проекти, що мають меншу мінливість у своїх грошових надходженнях.

Будь-який проект, який має ризик, повинен дисконтуватися за ставкою, що перевищує безризикову ставку, для того, щоб врахувати як вартість грошей у часі, так і ризик, пов'язаний з проектом (премію за ризик).

Грошові надходження проектів, ризик яких не виходить за межі нормального, повинні дисконтуватися за вартістю капіталу фірми; грошові надходження проектів, ризик отримання яких перевищує нормальний ризик, повинні дисконтуватися за ставкою, що перевищує вартість капіталу фірми; грошові надходження проектів, що мають ризик менший, ніж ризик нормальних операцій фірми, повинен дисконтуватися за ставкою, величина якої перебуває між безризиковою і вартістю капіталу.

Ставка дисконту з урахуванням ризику визначається з рівняння (2.55):

$$r = i + u + a, \tag{2.55}$$

де r – ставка дисконту з урахуванням ризику;
i – безризикова ставка;
u – доповнення до нормального ризику;
a – доповнення понад (або нижче) нормального ризику.

Зазначимо, що сума ($i + u$) – це вартість капіталу фірми. Значення ***a*** може бути позитивним або негативним, залежно від того, чи має проект ризик вищий від нормального. Наведене нижче рівняння може бути застосоване для визначення сподіваної ЧТВ проекту з урахуванням ризику:

$$\overline{RAR} = \sum_{t=0}^{n} \frac{\overline{R}_t}{(1+r)^t}, \tag{2.56}$$

де $\overline{RAR}$ – сподівана ЧТВ проекту з урахуванням ризику;
$\overline{R}_t$ – сподівана вартість грошових потоків проекту в році t;
r – ставка дисконту з урахуванням ризику;
n – кількість років існування проекту.

Приклад. Обчислення $\overline{RAR}$

Фірма оцінює проект заміни обладнання, що має такі розподіли грошових потоків (таблиця).

Інвестиції		**Грош. потік, роки 1-5**		**Грош. потік, роки 6-10**	
Імовірність	Сума	Імовірність	Сума	Імовірність	Сума
0.3	$13000	0.2	$2000	0.2	$2600
0.4	14000	0.4	2400	0.6	3200

0.3	15000	0.3 0.1	2800 3400	0.1 0.1	3400 3600

Безризикова ставка – 10%. Визначте сподівану ЧТВ проекту з урахуванням ризику, якщо *и* + *а* = 4%.

Розв'язання.

1. Визначаємо сподівані значення грошових потоків проекту:

$\overline{A}_0 = \$13000(0.3) + \$14000(0.4) + \$15000(0.3) = \$14000;$

$\overline{R}_{(1-5)} = \$2000(0.2) + \$2400(0.4) + \$2800(0.3) + \$3400(0.1) = \$2540;$

$\overline{R}_{(6-10)} = \$2600(0.2) + \$3200(0.6) + \$3400(0.1) + \$3600(0.1) = \$3140.$

2. Визначаємо ставку дисконту з урахуванням ризику – *r*:

r = 10% + 4% = 14%.

3. Підставляємо всі розраховані значення до формули :

$$\overline{RAR} = \sum_{t=0}^{n} \frac{\overline{R}_t}{(1+r)^t} = \sum_{t=1}^{10} \frac{\overline{R}_t}{(1+r)^t} - \overline{A}_0 = \sum_{t=1}^{5} \frac{\$2540}{(1.14)^t} +$$

$$+ \sum_{t=6}^{10} \frac{\$3140}{(1.14)^t} - \$14000 = \$8720 + \$5599 - \$14000 = \$319.$$

Оскільки $\overline{RAR}$ *> 0, то цей проект може бути взятим до реалізації.*

Метод ставки дисконту з урахуванням ризику не дозволяє враховувати зміну міри ризику в період існування проекту, оскільки передбачає встановлення однакової премії за ризик на весь період існування проекту.

3) Методичний інструментарій оцінки вартості грошей з урахуванням фактору ризику

При оцінці майбутньої вартості грошей з урахуванням фактору ризику використовуємо формулу.

$$S_R = P \times [(1 + A_n) \times (1 + RP_n)]^n \text{ ,} \qquad (2.57).$$

де S^R -майбутня вартість вкладу (грошей), що враховує фактор ризику;

P – початкова сума вкладу;

A_n – безризикова норма дохідності на інвестиційному ринку, яка виражена десятковим дробом;

RP_n – рівень премії за ризик за конкретним інвестиційним інструментом;

n– кількість інтервалів, за якими здійснюється кожен окремий платіж, в загальному обумовленому періоді.

При оцінці поточної вартості грошей з урахуванням фактору ризику використовуємо формулу.

$$P_R = \frac{S_R}{[(1 + A_n) \times (1 + RP_n)]^n} \text{ ,} \qquad (2.58)$$

де P_R - поточна вартість вкладу (грошей), що враховує фактор ризику;

S^R - майбутня вартість вкладу (грошей), що враховує фактор ризику;

A_n – безризикова норма дохідності на інвестиційному ринку, яка вираженв десятковим дробом;

RP_n – рівень премії за ризик за конкретним інвестиційним інструментом;

n – кількість інтервалів, за якими здійснюється кожен окремий платіж, у загальному обумовленому періоді.

Приклад. Необхідно визначити поточну вартість грошей з урахуванням фактору ризику на умовах:

Майбутня вартість вкладу (грошей), що враховує фактор ризику, - 1000 ум.од., безризикова норма дохідності на фінансовому ринку – 5%, рівень премії за ризик – 7%; період дисконтування – 3 роки, інтервал 1 рік.

Розв'язання.

$$P_R = \frac{1000}{\left[(1+0.05)\times(1+0.07)\right]^3} = 705 \textit{ум.од.}$$

Отже, методичний інструментарій з урахуванням фактору ризику достатньо широкий і дозволяє приймати інвестиційні рішення.

2.2.4. Методичний інструментарій, що враховує фактор ліквідності.

Інвестиційний менеджмент тісно пов'язаний зі поняттям ***ліквідності***, що характеризує спроможність окремих видів майнових цінностей бути швидко конверсуємими у грошову форму без втрати своєї поточної вартості в умовах ринку.

Ліквідність інвестицій – це характеристика окремих об'єктів інвестування (як реальних, так і фінансових) за їхньою здатністю бути реалізованими протягом короткого періоду часу без втрати своєї реальної вартості при зміні раніше прийнятих інвестиційних рішень.

Рівень ліквідності інвестицій **–** показник, який характеризує швидкість реалізації об'єктів інвестування за їх реальною ринковою вартістю.

Премія за ліквідність – додатковий дохід, який отримує інвестор з ціллю заміщення ризику можливих фінансових втрат із-за низької ліквідності.

Абсолютна ліквідність інвестицій – характеристика термінових ліквідних інвестицій, які можуть бути конвертовані у гроші протягом 7 днів (державні короткострокові облігації, депозитні вклади до запитання).

Диференціація методичного інструментарію враховує круг завдань, які знайшли відображення в декількох напрямах (рис. 2.11).

Рис. 2.11. Система основних методичних підходів до визначення фактору ліквідності

1) Методичний інструментарій оцінки рівня ліквідності інвестицій

Абсолютним показником фактору ліквідності є період реалізації об’єкта інвестування (2.59).

$$ЗП_Л = ПК_В - ПК_А, \qquad (2.59)$$

де $ЗП_Л$ –загальний період ліквідності конкретного об’єкту інвестування, у днях;

$ПК_В$ – можливий період конверсії конкретного об’єкту інвестування у гроші, у днях.

$ПК_А$ – – технічний період конверсії інвестицій з абсолютною ліквідністю у гроші, у днях (7 днів).

Відносним показником ліквідності є коефіцієнт ліквідності (2.60).

$$КЛ_I = \frac{ПК_А}{ПК_В}, \qquad (2.60)$$

де $КЛ_{I-}$ – коефіцієнт ліквідності інвестицій;

$ПК_А$ – технічний період конверсії інвестицій з абсолютною ліквідністю у гроші, в днях (7 днів);

$ПК_В$ – можливий період конверсії конкретного об’єкту інвестування у гроші, в днях.

2) Методичний інструментарій формування необхідного рівня дохідності інвестиційних операцій з урахуванням фактору ліквідності

Визначення необхідного розміру премії за ліквідність:

$$ПЛ = \frac{ЗП_Л \times Д_Н}{360} \quad , \qquad (2.61)$$

де ПЛ – необхідний рівень премії за ліквідність, у %;

$ОП_Л$ – загальний період ліквідності конкретного об’єкту інвестування, у днях;

$Д_Н$ – середня річна норма дохідності за інвестиційними інструментами абсолютною ліквідністю, у %.

Визначення загального рівня дохідності

$$ДЛ_Н = Д_Н + ПЛ \quad , \qquad (2.62)$$

де $ДЛ_Н$ – необхідний загальний рівень дохідності інвестицій з урахуванням фактору ліквідності, у %;

$ОП_Л$ – загальний період ліквідності конкретного об’єкту інвестування, у днях;

$Д_Н$ – середня річна норма дохідності за інвестиційними інструментами абсолютною ліквідністю, у %.

3) Методичний інструментарій оцінки вартості грошей з урахуванням фактору ліквідності

Оцінка майбутньої вартості грошей

Для оцінки вартості грошей з урахуванням фактору ліквідності використовують наступну формулу:

$$S_Л = P \times [(1 + Д_Н) \times (1 + ПЛ)]^n , \qquad (2.63)$$

де $S_Л$ – майбутня вартість вкладу (грошей) з урахуванням фактору ліквідності;

Р – середньорічна норма дохідності за інвестиційними проектами (інструментами) з абсолютною ліквідністю і виражена десятковим дробом;

ПЛ – необхідний рівень премії за ліквідність, виражений десятковим дробом;

n – кількість інтервалів, за якими здійснюється кожен окремий платіж, в загальному обумовленому періоді.

Приклад. Необхідно визначити майбутню вартість інвестиційного інструменту з урахуванням фактору ліквідності, вартість придбання інвестиційного інструменту – 1000 ум. од., середньорічна норма дохідності за інвестиційними проектами (інструментами) з абсолютною ліквідністю – 20%, необхідний рівень премії за ліквідність – 2%загальний період – 2 роки, виплати щорічно.

Розв`язання :

$$S_Л = 1000 \times [(1+0.2)\times(1+0.02)]^2 = 1498 \ \textit{ум. од.}$$

Оцінка поточної вартості грошей

$$P_Л = \frac{S_Л}{[(1+Д_Н)\times(1+ПЛ)]^n}, \qquad (2.64)$$

де $P_Л$ - поточна вартість вкладу (грошей), що враховує фактор ліквідності;

$S_Л$ - майбутня вартість вкладу (грошей), що враховує фактор ризику;

$Д_Н$ – середньорічна норма дохідності за інвестиційними проектами (інструментами) з абсолютною ліквідністю і виражена дясятковим дробом;

$ПЛ$ – необхідний рівень премії за ліквідність, виражений десятковим дробом;

n – кількість інтервалів, за якими здійснюється кожен окремий платіж, в загальному обумовленому періоді.

Приклад. Необхідно визначити поточну вартість грошей з урахуванням фактору ліквідності на умовах:

Майбутня вартість вкладу (грошей), - 1000 ум. од., середньорічна норма дохідності за інвестиційними проектами (інструментами) з абсолютною ліквідністю – 20%, необхідний рівень премії за ліквідність – 2%, загальний період – 3 роки, виплати шорічно.

Розв'язання.

$$P_Л = \frac{1000}{[(1+0.2)\times(1+0.02)]^3} = 546. \ \textit{ум. од.}$$

Таким чином використання методичного інструментарію допомагає в прийнятті інвестиційних рішень. Наведені вище розрахунки широко використовують у практиці інвестиційного менеджменту. Більш детальну інформацію можна знайти у наступних розділах та спеціальній літературі з окремих питань інвестування.

Питання для перевірки знань

1. Що є системою організаційного забезпечення інвестиційного менеджменту?
2. Як визначають систему інформаційного забезпечення?
3. Що таке система аналізу інвестиційного менеджменту?
4. Для чого необхідна система контролінгу при здійсненні інвестиційної діяльності?
5. Як буде формуватися організаційне забезпечення інвестиційного менеджменту в залежності від організаційних структур підприємства?
6. Що таке центри відповідальності?
7. Яким чином формується система організаційного забезпечення?
8. Які показники є джерелом зовнішньої інформації?
9. Які показники є джерелом внутрішньої інформації?
10. Які системи аналізу інвестиційного менеджменту існують?
11. Які існують системи інвестиційного планування та форми його реалізації?
12. Охарактеризуйте основні етапи інвестиційного контролінгу. Які види контролінгу існують?
13. Що визначає концепція вартості грошей у часі?
14. Що таке майбутня та поточна вартості грошей?
15. Що таке процентна ставка?
16. Дайте визначення процесу дисконтування?
17. Які методичні підходи використовують для урахування вартості грошей у часі?
18. Чому підприємство враховує концепцію інфляції? У чому її смисл?
19. Які існують методичні підходи до визначення фактору інфляції?
20. У чому полягає суть концепції визначення фактору ризику?
21. Які існують основні підходи до визначення фактору ризику?
22. Що визначає концепція ліквідності?
23. Які основні методичні підходи визначають фактор ліквідності у процесі управління інвестиційною діяльністю?

Рекомендована література для вивчення теми: [7,8, 11, 12, 13, 14,15, 21, 23, 25, 28-34, 36, 37].

РОЗДІЛ 2
ІНВЕСТИЦІЙНИЙ РИНОК, ЙОГО ОЦІНКА ТА ПРОГНОЗУВАННЯ

ТЕМА 3. ОЦІНКА ТА ПРОГНОЗУВАННЯ РОЗВИТКУ ІНВЕСТИЦІЙНОГО РИНКУ

3.1. Інвестиційний ринок: сутність, класифікація видів і сегментів інвестиційного ринку, їх характеристика. Кон'юнктура та учасники інвестиційного ринку

3.2. Поняття кон'юнктури інвестиційного ринку та оцінка її динаміки. Методи технічного та фундаментального аналізу інвестиційного ринку

3.3. Прогнозування інвестиційного ринку.

3.4. Поняття Інвестиційної привабливості. Інвестиційна привабливість підприємства, галузей, регіонів

3.1. Інвестиційний ринок: сутність, класифікація видів і сегментів інвестиційного ринку, їх характеристика. Кон'юнктура та учасники інвестиційного ринку

Інвестиційна діяльність підприємств тісно пов'язана з функціонуванням інвестиційного ринку, розвитком його видів і сегментів, станом його кон'юнктури.

Інвестиційний ринок являє собою ринок, на якому об'єктами купівлі-продажу є різноманітні інвестиційні товари та інструменти, а також інвестиційні послуги, що забезпечують процес реального і фінансового інвестування. Це сукупність економічних відносин, що складаються між продавцями та споживачами інвестиційних товарів та послуг, а також об'єктів інвестування в усіх його формах.

Інвестиційний ринок є надзвичайно складною системою, в якій обертаються різноманітні товари й інструменти, що забезпечують інвестиційний попит всіх видів інвесторів. Цей ринок обслуговується спеціальними інвестиційними інститутами, має у своєму розпорядженні інвестиційну інфраструктуру.

В економічній системі країни, що функціонує на ринкових принципах, інвестиційний ринок відіграє велику роль, яка реалізується через такі основні функції:

1. Активна мобілізація тимчасово вільного капіталу із різноманітних джерел, який знаходиться у формі суспільних заощаджень тобто грошових та інших видів інвестиційних ресурсів населення підприємств, державних органів, що не витрачені на поточне споживання і залучаються його учасниками через механізм інвестиційного ринку для наступного ефективного, використання в інвестиційному процесі країни.

2. Ефективний розподіл нагромадженого вільного капіталу між численними кінцевими його споживачами. Механізм функціонування інвестиційного ринку забезпечує виявлення обсягу і структури попиту на окремі інвестиційні товари та інструменти, своєчасне його задоволення в розрізі всіх категорій споживачів.

3. Визначення найбільш ефективних напрямків використання капіталу в інвестиційній сфері. Задовольняючи значний обсяг і широке коло інвестиційних потреб господарюючих суб'єктів, механізм інвестиційного ринку через систему ціноутворення на окремі інвестиційні товари й інструменти виявляє найбільш ефективні, з точки зору забезпечення високого рівня дохідності використовуваного з цією метою капіталу, сфери і напрямки інвестиційних потоків.

4. Формування ринкових цін на окремі інвестиційні товари, інструменти і послуги, що найбільше відбиває співвідношення, яке об'єктивно складається між їхньою пропозицією і попитом.

Ринковий механізм ціноутворення має суттєві відмінності, державного, хоча й перебуває під певним впливом державного регулювання. Ринковий механізм дозволяє цілком врахувати поточне співвідношення попиту і пропозиції по різноманітних інвестиційних товарах і послугах, що формує відповідний рівень цін на них; максимально задовольнити економічні інтереси їхніх продавців і покупців.

5 Здійснення кваліфікованого посередництва між продавцем і покупцем інвестиційних товарів і інструментів. У системі інвестиційного ринку таке посередництво здійснюють спеціальні інвестиційні інститути, які добре ознайомлені зі станом поточної інвестиційної кон'юнктури, умовами здійснення угод по різноманітних інвестиційних товарах та інструментах і в найкоротші терміни можуть забезпечити зв'язок продавців і покупців. Інвестиційне посередництво сприяє прискоренню не тільки фінансових, але й товарних потоків, забезпечує мінімізацію пов'язаних із цим суспільних витрат.

6. Формування умов для мінімізації інвестиційного і комерційного ризику, що реалізується через діяльність ринкового механізму страхування "цінового ризику" і відповідну систему спеціальних інвестиційних інструментів, які в умовах нестабільності економічного розвитку країни і кон'юнктури фінансового та товарного ринків дозволяють знизити до мінімуму інвестиційний і комерційний ризик продавців і покупців фінансових активів та реальних товарів, що пов'язано із зміною цін на них.

7. Прискорення обороту капіталу, що сприяє активізації економічних процесів. Забезпечуючи мобілізацію, розподіл та ефективне використання вільного капіталу, задоволення в найкоротші терміни потреби в ньому окремих господарюючих суб'єктів, інвестиційний ринок сприяє прискоренню обороту використовуваного капіталу, кожний цикл якого генерує додатковий інвестиційний прибуток і приріст національного доходу країни в цілому.

Характеризувати інвестиційний ринок можна на основі такої класифікації:

I. За об'єктами забезпечення різноманітних видів інвестування виділяють два основних види інвестиційних ринків:

1) ринок об'єктів реального інвестування, який характеризує ринок, на якому об'єктом купівлі-продажу виступають усі види товарів і послуг, що забезпечують процес реального інвестування окремих суб'єктів господарювання;

2) ринок інструментів фінансового інвестування, який характеризує ринок, на якому об'єктом купівлі-продажу виступають усі види інвестиційних інструментів та послуг, що забезпечують процес фінансового інвестування різноманітних суб'єктів господарювання.

II. За видами інвестиційних товарів, інструментів і послуг, що обертаються, виділяють такі види інвестиційних ринків:

1) ринок нерухомості, який охоплює операції купівлі-продажу підприємств як цілісних майнових комплексів; об'єктів приватизації, шо цілком продаються на аукціонах, за конкурсом або цілком викуповуються трудовими колективами; виробничих об'єктів незавершеного будівництва; офісів; квартир для співробітників підприємства; земельних ділянок та ін.;

2) ринок капітальних товарів. У сучасній інвестиційній практиці цей вид ринку характеризує відносини, які пов'язані з обертанням товарів виробничо-технічного призначення (машин, механізмів, виробничого устаткування), засобів зв'язку і комунікації, комп'ютерної техніки, а також широкої номенклатури товарів будівельного призначення (будматеріалів);

3) ринок об'єктів інноваційного інвестування. Об'єктами купівлі-продажу на цьому ринку виступають патенти на винаходи і відкриття, ліцензії на право їхнього використання, ноу-хау, торгові марки, товарні знаки та інші права. Цей ринок дозволяє підприємствам у процесі інвестиційної діяльності формувати необхідні нематеріальні активи;

4) ринок інших об'єктів реального інвестування. Предметом обертання на цьому ринку є всі інші товари, що не ввійшли до розглянутих вище груп, які використовуються в процесі здійснення реальних інвестицій в необоротні та оборотні операційні активи підприємства:

5) *ринок послуг у сфері реального інвестування.* Об'єктом обертання на цьому ринку є такі види послуг як підготовка бізнес-планів реальних інвестиційних проектів, консультування по його окремих розділах тощо.

III. За організаційними формами функціонування виділяють такі види інвестиційних ринків:

1) о*рганізований (біржовий) ринок.* Цей ринок представлений системою товарних, фондових і валютних бірж. На організованому інвестиційному ринку забезпечується висока концентрація попиту і пропозиції в єдиному місці, встановлюється найбільш об'єктивна система цін на окремі капітальні товари, фінансові інструменти й інвестиційні послуги, здійснюється перевірка фінансової спроможності емітентів основних видів цінних паперів, що допускаються до торгів, гарантується виконання укладених угод. Проте біржовий ринок має й окремі слабкі сторони – коло реалізованих на ньому інвестиційних товарів і фінансових інструментів та різноманітних емітентів має

обмежений характер. Цей ринок більш суворо регулюється державою, що знижує його гнучкість; виконання всіх нормативно-правових актів по його функціонуванню збільшує витрати на здійснення операцій купівлі-продажу; великомасштабні угоди, що укладаються окремими торговцями на біржі, практично неможливо зберегти в таємниці;

2) неорганізований (позабіржовий або "вуличний") ринок являє собою ринок, на якому здійснюється купівля-продаж інвестиційних товарів, фінансових інструментів і послуг, угоди по яких не реєструються на біржі. Цей ринок характеризується більш високим рівнем інвестиційного ризику внаслідок того, що багато фінансових інструментів і послуг, які котируються на ньому, не проходили процедуру перевірки на біржах або були ними відхилені, а також у зв'язку з низьким рівнем юридичної захищеності покупців, меншим рівнем їхньої поточної інформованості та ін. Водночас, цей ринок забезпечує обертання більш широкої номенклатури інвестиційних товарів, фінансових інструментів і послуг, задовольняє потреби окремих інвесторів в інвестиційних об'єктах і фінансових інструментах з високим рівнем ризику, але з відповідно більш високим прибутком, у більшій мірі забезпечує таємницю здійснення окремих угод.

<u>IV. За регіональною ознакою виділяють такі види інвестиційних ринків:</u>

1) місцевий інвестиційний ринок, який представлений в основному операціями місцевих продавців реальних інвестиційних товарів неорганізованих торговців цінними паперами з їхніми контрагентами, а також угодами в сфері послуг по реальному інвестуванню;

2) регіональний інвестиційний ринок функціонує в масштабах області (республіки) і, поряд із місцевими неорганізованими ринками включає систему регіональних товарних, фондових і валютних бірж;

3) національний інвестиційний ринок включає всю систему інвестиційних ринків країни, всіх видів і організаційних форм;

4) світовий інвестиційний ринок є складовою світової ринкової системи, в яку інтегровані національні інвестиційні ринки країн із відкритою економікою. Збільшення обсягу операцій на світовому фінансовому ринку характеризує процес його *глобалізації,* що забезпечує розширення доступу продавців і покупців інвестиційних товарів та інструментів до операцій на ринках інших країн.

<u>V. За терміновістю реалізації угод, укладених на інвестиційному ринку виділяють наступні види ринків:</u>

1) ринок із негайною реалізацією умов угод (ринок "спот " або "кеш"). Він характеризує ринок інвестиційних товарів та інструментів, укладені угоди на якому здійснюються в суворо обумовлений короткий період часу;

2) ринок із реалізацією умов угод у майбутньому періоді (ринок "угод на термін" – ф'ючерсний, опціонний та ін.). Предметом обертання на цьому ринку є, як правило, фондові, валютні і товарні деривативи (похідні цінні папери). Розподіл і організаційне оформлення цих видів інвестиційних ринків у країнах із розвинутою ринковою економікою відбувся порівняно нещодавно.

VI. За періодом обертання фінансових інструментів інвестування виділяють такі види інвестиційних ринків:

1) ринок грошей, на якому продаються-купуються ринкові фінансові інструменти і фінансові послуги із терміном обертання до одного року. Функціонування цього короткострокового сектора інвестиційних ринків дозволяє підприємствам вирішувати проблеми я поповнення необхідного обсягу грошових активів для забезпечення поточної платоспроможності, так і ефективного використання і тимчасово вільного залишку. Фінансові активи, що обертаються в ринку грошей, є найбільш ліквідними, їм притаманний ні зший рівень інвестиційного ризику, а система формування цін на них є досить простою. Ці властивості забезпечують підприємству більш простий й ефективний процес формування та управління портфелем короткострокових фінансових інструментів;

2) ринок капіталу, характеризує ринок, на якому продаються-купуються ринкові фінансові інструменти і фінансові послуги з терміном обертання більше одного року. Функціонування ринку капіталу дозволяє підприємствам вирішувати проблеми як формування інвестиційних ресурсів для реалізації реальних інвестиційних проектів, так і ефективного фінансового інвестування (здійснення довгострокових фінансових вкладень). Фінансові активи, що обертаються на ринку капіталу, як правило, менш ліквідні, їм притаманний найбільший рівень інвестиційного ризику і, відповідно, більш високий рівень дохідності. Варто звернути увагу, що цей традиційний розподіл інвестиційних ринків на ринок грошей і ринок капіталу в сучасних умовах функціонування цих ринків має дещо умовний характер. Ця умовність визначається тим, що сучасні ринкові інвестиційні технології й умови імітування багатьох фінансових інструментів передбачають достатньо простий та швидкий спосіб трансформації окремих короткострокових фінансових активів у довгострокові і навпаки. Враховуючи принципові форми укладання угод на інвестиційному ринку основні його учасники поділяються на дві групи:

а) продавці та покупці інвестиційних товарів, інструментів і послуг;

б) інвестиційні (фінансові) посередники.

Учасники, що здійснюють допоміжні функції на інвестиційному ринку представлені численними суб'єктами його інфраструктури, у складі яких виділяються такі основні установи:

1. Товарна біржа, яка є учасником ринку реальних капітальних товарів, що забезпечує акти їхньої оптової купівлі-продажу.

2. Фондова біржа, яка є учасником ринку цінних паперів, яка організує їхню купівлю-продаж і сприяє укладанню угод основними учасниками цього ринку.

3. Валютна біржа, яка виконує ті ж самі функції, що й фондова біржа, діючи відповідно на валютному ринку і будучи його учасником.

4. Депозитарій цінних паперів як юридична особа, що надає послуги основним учасникам фондового ринку зі збереження цінних паперів незалежно від форми їх випуску з відповідним депозитним обліком переходу прав власності на них. Взаємостосунки між депозитарієм цінних паперів і

депонентом регулюються відповідними правовими нормами й умовами депозитарного договору. Діяльність депозитарію цінних паперів підлягає обов'язковому державному ліцензуванню.

5. *Реєстратор цінних паперів (або утримувач їхнього реєстру)* як юридична особа, що здійснює збирання, фіксування, опрацювання, збереження і надання даних про реєстр власників цінних паперів. Цей реєстр являє собою перелік всіх зареєстрованих власників, в якому зазначено кількість, номінальну вартість і категорії цінних паперів, що їм належать на визначену дату. Використання послуг реєстратора є для емітента обов'язковим, якщо кількість власників перевищує 500 (і в деяких інших випадках, що регулюються правовими нормами). Крім власників цінних паперів у складі реєстру можуть відбиватися і номінальні їх утримувачі-брокери і дилери.

6. Розрахунково-клірингові центри, що являють собою установи, обслуговуюча діяльність яких полягає в збиранні, звірянні і коригуванні інформації відповідно до укладених угод з цінними паперами, також у здійсненні зарахування по поставках і розрахунках по них. центри створюються, як правило при фондових та товарних біржах та відіграють важливу роль в організації торгівлі деривативами (ф'ючерсами, опціонами та ін.).

7. *Інформаційно-консультаційні центри,* що обслуговують основних учасників всіх видів інвестиційних ринків як індивідуальних, і інституціональних. У складі таких центрів працюють кваліфіковані маркетологи, юристи, фінансові експерти, інвестиційні консультанти та інші фахівці з операцій на інвестиційному ринку.

8. Інші установи інфраструктури інвестиційного ринку

Взаємодія учасників ринку наведена на рис. 3.1.

Регулювання взаємодії учасників інвестування

За умов ринку *державне регулювання* інвестиційного процесу спрямоване на захист інтересів споживача інвестиційних товарів. Таке регулювання здійснюється через впровадження податкових і фінансово-кредитних важелів, за допомогою ліцензування, стандартизації і нормування, шляхом застосування екологічного, санітарного та інших видів контролю, антимонопольних заходів тощо. Усі ці вимоги повинні враховуватися суб’єктами інвестиційної діяльності, що вступають у договірні відносини. ***Договір*** – це угода сторін, що регулює організаційно-економічні та правові відносини між суб’єктами інвестиційної діяльності. Він визначає відповідальність і права учасників угоди і юридично закріплює їх обов’язки.

Сьогодні в Україні набула чинності низка документів, які допомагають регулювати взаємовідносини між учасниками інвестиційних проектів. Несуть вони суто рекомендаційний характер.

Так, *договір підряду*, як правило, включає загальні, додаткові та особливі умови виконання робіт. Загальні умови встановлюються чинним законодавством, держстандартами, державними будівельними нормами. Додаткові умови, які не суперечать загальним, передбачають відносини конкретних замовників і підрядника. Особливі умови – це спеціальні, конкретні

вимоги до учасників контракту щодо розподілу інвестиційних ризиків і розв'язання конфліктних ситуацій.

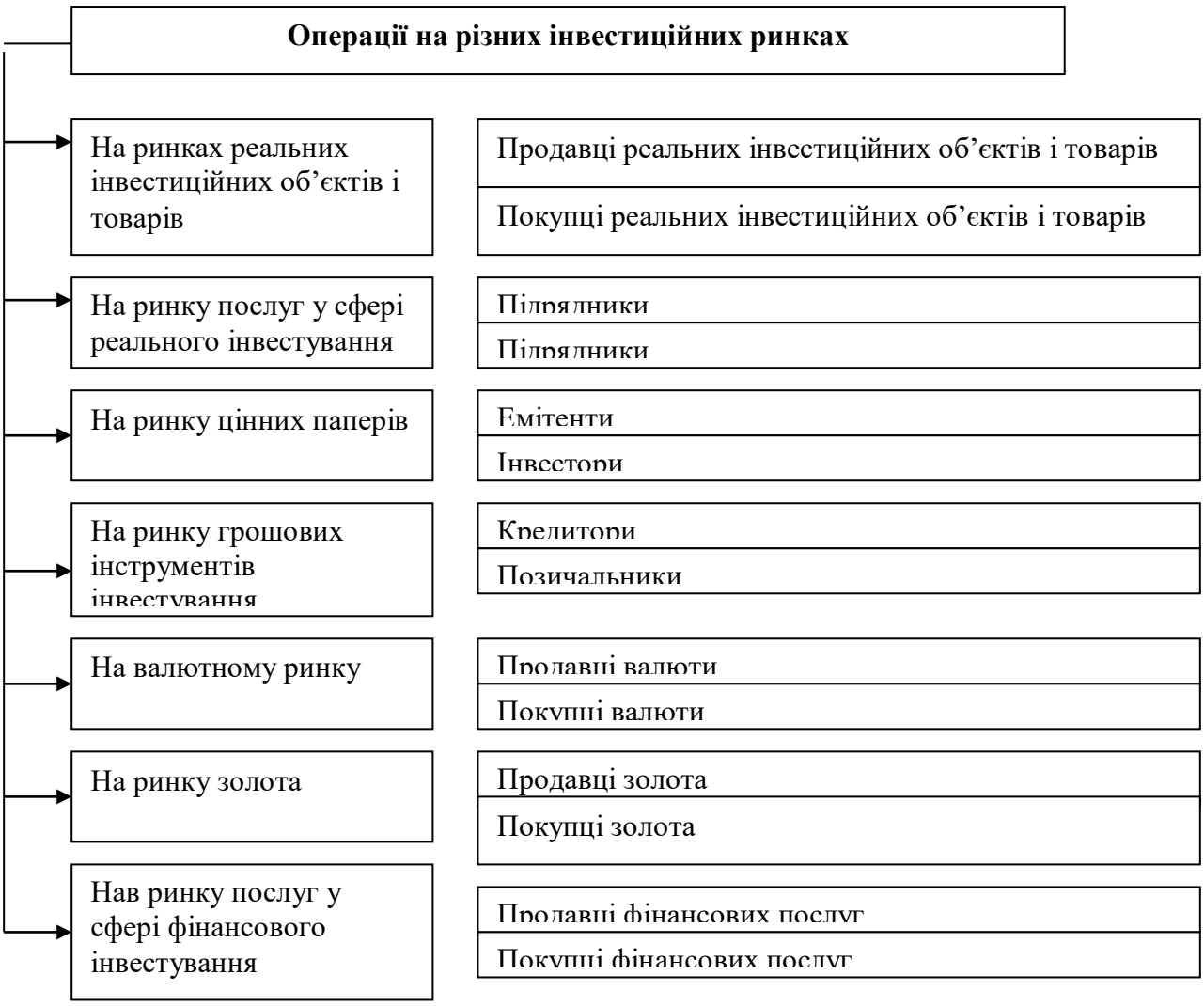

Рис. 3.1. Взаємодія між учасниками різних інвестиційних ринків

Укладаються договори шляхом проведення конкурсів (тендерів) або за результатами переговорів замовника з підрядником. Заздалегідь оголошений замовником конкурс дозволяє йому обрати з багатьох запропонованих договорів найвигідніший. При цьому замовник керується двома критеріями: вартістю будівництва та його тривалістю (за умов забезпечення якості). Конкурс оголошується у разі наявності фінансового забезпечення і затвердженого кошторису, яким передбачений прибуток підрядника, що спонукає його до зниження поточних витрат на будівельно-монтажні роботи. У разі укладання договору на підставі переговорів замовника з підрядником узгоджуються договірна ціна будівництва. За бажанням замовника підрядник надає йому список субпідрядників, які будуть залучені до будівництва.

Договір підряду визначає: реквізити сторін, предмет договору, місцезнаходження об'єкта, обов'язки сторін, кошторисну вартість, вартість за

договірними цінами, строки введення об'єкта в експлуатацію (календарний план виробництва робіт), конкретні зобов'язання щодо підготовки обраного майданчика для будівництва, енергопостачання, умови організації будівельно-монтажних робіт, умови розторгнення договору, відповідальність за невиконання зобов'язань.

Договір підряду укладається двома сторонами: замовником або інвестором та підрядником. Ці сторони можуть бути як юридичними, так і фізичними особами, тобто замовником може виступати держава в особі виконавчих або муніципальних органів, міністерство, корпорація, підприємство, установа або приватна особа, а виконавцем робіт – підрядник або фірма-посередник, яка за його дорученням формує портфель замовлень. При незначних обсягах інвестування інвестор не в змозі утримувати керуючого проектом або інших посередників, тому він одночасно є і замовником проекту. У разі реалізації великих проектів звичайно залучається посередницька фірма – керуючий проектом – або фірма-девелопер, які діють на контрактних засадах. У даному разі договір підряду набуває вигляду договору фінансування проекту. Керуючий проектом або фірма-девелопер, у свою чергу, укладає підрядний договір з підрядником або сама здійснює виробництво будівельно-монтажних робіт.

У разі придбання об'єкта на ринку нерухомості інвестор укладає договір з однією або кількома фірмами-ріелтерами на пошук об'єкта, який його цікавить. Деякі фірми при цьому одночасно виконують на придбаних об'єктах роботи з їх ремонту та облаштування. Підрядниками можуть бути фірми, які виконують всі види робіт на об'єкті – від нульового циклу до благоустрою і здачі в експлуатацію. На жаль, така форма взаємодії суб'єктів інвестування використовується тільки при будівництві житла, невеликих промислових і комунальних об'єктів. Великі промислові об'єкти найближчим часом споруджуватимуться традиційним підрядним способом, учасниками якого є замовник, генеральний підрядник, проектувальник, певна кількість субпідрядних організацій і постачальників обладнання та матеріалів. Взаємовідносини всіх цих суб'єктів інвестування оформлюються підрядними договорами.

Розрізняють кілька видів договорів: генеральний, річний субпідрядний і прямий. *Генеральний договір* укладається між інвестором (замовником) і генеральним підрядником, можливо з генеральним проектувальником (стосовно великих об'єктів). *Річні договори* укладаються в рамках генеральних, якщо строки будівництва (проектування) перевищують два роки. *Субпідрядні договори* укладаються між генеральним підрядником (генпроектувальником) з субпідрядними фірмами на виконання окремих спеціалізованих видів робіт. *Прямий договір* укладається між замовником і заводом-виготовлювачем технологічного обладнання. У прямому договорі може бути передбачений шеф-монтаж обладнання, якщо воно того потребує.

Окремо замовник укладає договір з банком, який здійснює фінансування будівництва та виконує розрахунки між суб'єктами інвестування. Взаємозв'язки суб'єктів інвестиційного процесу показані на рисунку 3.2.

Така складна структура взаємодії суб'єктів інвестування не сприяє нормальному функціонуванню інвестиційного процесу. Ситуація, коли укладаються десятки договорів, та їх суб'єкти одночасно виступають і замовниками, і виконавцями робіт, значно ускладнює процедуру їх укладання, зумовлює їх залежність один від одного у рамках кошторису, що обмежується інвестиційними ресурсами замовника, потребує багато часу на узгодження і врешті-решт значно подовжує тривалість інвестиційного циклу.

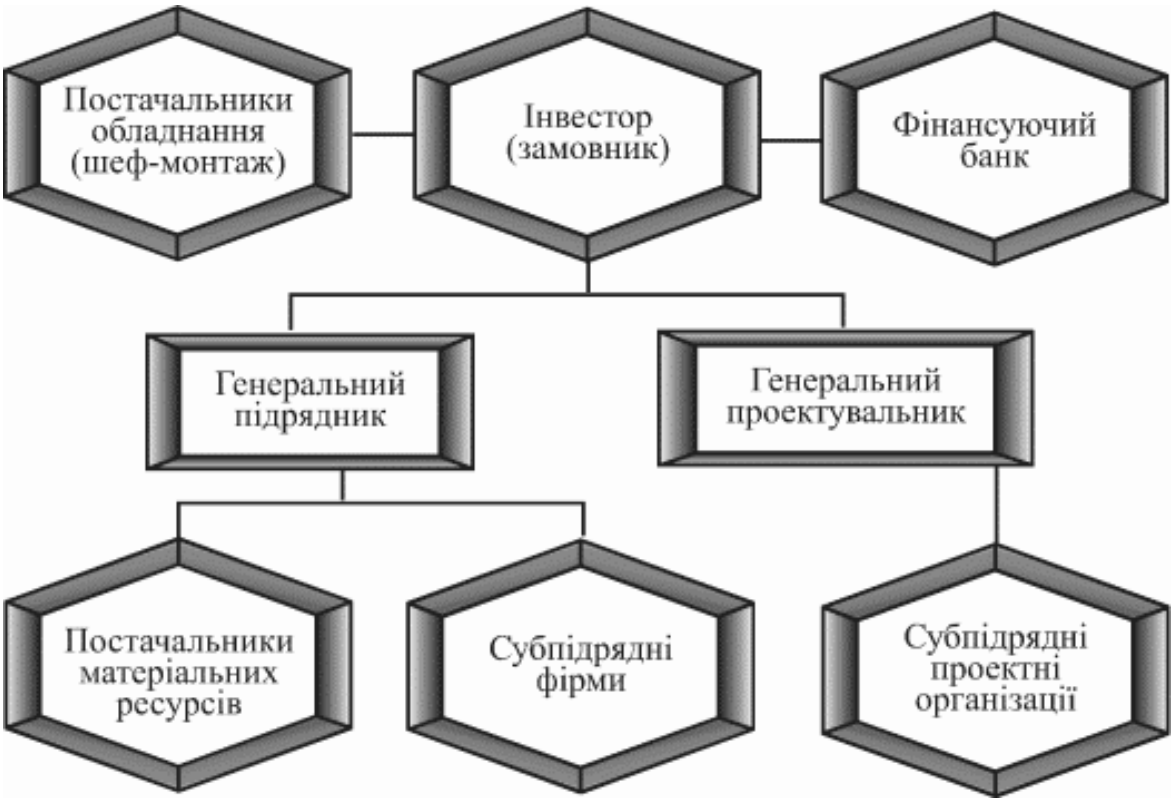

Рис. 3.2. Схема взаємодії суб'єктів інвестиційного процесу

Так, скажімо, генеральний підрядник або генеральний проектувальник, які узгоджують умови виконання робіт і кошторисні ціни із замовником, водночас самі стають замовниками стосовно субпідрядних фірм, які, в свою чергу, прагнуть одержати пільгові умови виробництва та якомога збільшити кошторисні (договірні) ціни на свою користь.

За цих умов на замовника покладається багато обов'язків щодо організації інвестиційного процесу. Він повинен відкрити фінансування проекту, тобто знайти кошти, а саме: вивільнити власні інвестиційні ресурси, залучити кошти інших акціонерів і компаньйонів, укласти угоду про кредит з комерційним банком, забезпечити свої ліцензійні права на будівництво у контрольних організаціях та місцевих органах влади. Крім того, на вимоги підрядника замовник повинен забезпечити комплектне постачання технологічного обладнання та деяких видів матеріалів (метвиробів, кабельної продукції, ливарних виробів, засобів оргтехніки, меблів тощо). Замовник повинен також забезпечити підрядника на будівельному майданчику підведенням інженерних комунікацій – під'їзними шляхами, електроенергією,

засобами зв'язку, водопостачанням і каналізацією, в окремих випадках – житлом і харчуванням будівельників.

У свою чергу, вимоги, які висуваються у договорах перед підрядником, – це необхідність неухильно додержуватися проектного завдання замовника, виконувати всі вказівки дирекції замовника, що йдуть з апарату його управління і передбачені зведеним кошторисом (додаткові витрати інвестора). Згідно з договором підрядник виконує майже всі загальнобудівельні роботи, забезпечує значну частину поставок матеріальних ресурсів для будівництва, крім тих, що замовник здійснює як самостійно, так і за окремими прямими договорами.

Замовник забезпечує координацію робіт, передбачених у генеральному договорі, з роботами, обумовленими іншими договорами, укладеними ним особисто. Він не може впливати на хід робіт, що виконують субпідрядники, адже останні зв'язані договірними обов'язками з генеральним підрядником. Згідно з цими договорами, як правило, на генпідрядника покладаються обов'язки матеріально-технічного постачання субпідрядників, а сам він, відповідно до інших угод, цілком залежить від виробників матеріалів, конструкцій і деталей або посередників, що здійснюють матеріальне забезпечення.

За умов командно-адміністративної економіки при багатоланковій схемі управління (міністерство – главк – трест – будівельна організація) підрядний спосіб вимагав дуже великих витрат на утримання апарату управління і контролю за виконанням підрядних договорів. Передбачені у договорах економічні санкції щодо великої кількості учасників інвестиційного процесу, як правило, не спрацьовували. Водночас у країнах з розвинутою ринковою економікою вже десятки років впроваджені та успішно працюють дещо інші організаційно-правові форми підрядного способу виконання робіт. Як приклад можна навести принаймні три таких організаційних форми підряду.

Перша – це *виконання робіт і здача підрядником замовнику об'єкта "під ключ"*. Така форма передбачає зобов'язання підрядником виконати весь комплекс поставок матеріальних ресурсів та будівельно-монтажних робіт. Підрядник повністю несе відповідальність за спорудження об'єкта, приймає на себе всі функції замовника стосовно інших учасників інвестиційного процесу. Згідно з умовами договору у даному разі замовник може приймати на себе деякі обов'язки стосовно проекту (впровадження найновітнішої технології, облаштування та оздоблення об'єкта тощо), але відповідальність за введення об'єкта в дію, повністю підготовленого до експлуатації, та ще з відповідними гарантіями, безумовно, приймає на себе підрядник. У колишньому Радянському Союзі та останнім часом в Україні були відпрацьовані деякі нормативні акти, спрямовані на впровадження способу виконання робіт "під ключ", але цей метод дав деякі позитивні результати лише при спорудженні невеликих об'єктів, переважно житлових.

Інша прогресивна форма підрядного способу виконання будівельно-монтажних робіт – це *створення великих підрядних угруповань: проектно-промислово-будівельних об'єднань*. Такі об'єднання (комбінати) успішно

працюють у Німеччині та багатьох інших західних країнах. Особливість цієї форми в тому, що велика будівельна фірма, яка взяла підряд на реалізацію інвестиційного проекту, виготовляє та узгоджує за цим проектом проектно-кошторисну документацію, виготовляє або постачає необхідні матеріальні ресурси, а також виконує весь комплекс запланованих будівельно-монтажних робіт. Колись у системі Мінпромбуду СРСР спроба створення таких об’єднань виявилась марною через амбіції керівників окремих ланок виробництва, що мали ввійти в ці об’єднання.

І, нарешті, третя форма – це *створення інвестиційних консорціумів впровадження проектів*, де учасники інвестиційного проекту на паритетних засадах беруть участь у фінансуванні, будівництві та експлуатації об’єкта, тобто стають його власниками. Найчастіше в західних країнах такими співвласниками проекту стають інвестор (замовник), будівельна фірма і фінансуючий банк.

Безумовно, у договорах передбачаються умови припинення відносин між учасниками. Умови розірвання договору визначають обов’язки сторін щодо відшкодування збитків. Такими причинами можуть бути низька якість робіт і порушення строків будівництва з боку підрядника чи неплатоспроможність з боку замовника.

Таким чином **інвестиційний ринок** – це система, що включає:

– суб’єктів (інвесторів, підрядників, замовників, проектні і науково-дослідні організації та ін.);

– об’єктів (матеріальні і нематеріальні, права, ліцензії, патенти, ноу-хау та ін.);

– інфраструктуру ринку (банки, біржі, пенсійні фонди, страхові компанії, інвестиційні фонди, інженерно-консультаційні фірми, суд, арбітраж та ін.);

– ринковий механізм.

3.2. Поняття кон’юнктури інвестиційного ринку та оцінка її динаміки. Методи технічного та фундаментального аналізу інвестиційного ринку

Кон'юнктура інвестиційного ринку являє собою форму прояву системи чинників (умов), що характеризують стан попиту, пропозиції, цін і конкуренції на ринку в цілому та в окремих його видах і сегментах.

За стадіями кон'юнктурного циклу коливання кон'юнктури охоплюють усі рівні інвестиційного ринку і мають тривалий характер. Для інвестиційного ринку в цілому й окремих його рівнів характерні чотири стадії кон'юнктурного циклу.

а) *підйом кон'юнктури* пов'язаний із підвищенням активності ринкових процесів у зв'язку з пожвавленням економіки в цілому. Прояв підйому кон'юнктури характеризується ростом обсягу попиту на окремі інвестиційні інструменти, підвищенням рівня цін (ставки відсотка) на них, зростанням конкуренції серед операторів інвестиційного ринку, інвестиційних

посередників та ін. Фондовий ринок у період підйому кон'юнктури характеризується як "ринок биків";

б) *кон'юнктурний бум* характеризує різке зростання попиту на основні інвестиційні товари й інструменти, особливо об'єкти інвестування, який пропозиція (незважаючи на її ріст) цілком задовольнити не може. У цей період зростають ціни (ставки відсотка) на об'єкти інвестування, підвищуються доходи інвесторів, інвестиційних посередників і операторів інвестиційного ринку. «Ринок биків» у цей період досягає свого піку (найвищої точки);

в) *ослаблення кон'юнктури* інвестиційного ринку пов'язане зі зниженням інвестиційної активності через початок спаду в економіці в цілому, відносно високою пропозицією різноманітних інвестиційних товарів, інструментів і послуг на фоні зменшення попиту на них. Для цієї стадії характерні спочатку стабілізація, а потім – початок зниження цін на більшість інвестиційних товарів і інструментів. Фондовий ринок у цей період починає формуватися як "ринок ведмедів";

г) *кон'юнктурний спад* на інвестиційному ринку є найбільш несприятливим його періодом із позицій інвестиційної активності, обсягу продажу інвестиційних товарів і інструментів та рівня їхньої прибутковості (крім боргових цінних паперів і депозитних внесків). На цій стадії кон'юнктури інвестиційного ринку істотно знижуються ціни на об'єкти інвестування, «ринок ведмедів» досягає найнижчої точки.

У зв'язку з циклічним розвитком і постійною мінливістю інвестиційного ринку в розрізі окремих його видів і сегментів (рис. 3.3) необхідно систематично досліджувати стан його кон'юнктури для формування ефективної інвестиційної стратегії, коригування інвестиційної політики по окремих аспектах, прийняття економічно обґрунтованих поточних інвестиційних рішень. Цей процес охоплює такі три етапи:

1. Поточне спостереження за станом інвестиційного ринку, у першу чергу в тих сегментах, в яких підприємство здійснює свою інвестиційну діяльність.

Таке спостереження потребує формування цілеспрямованої системи показників, що мають характеризувати окремі його елементи (попит, пропозицію, ціни, конкуренцію), а також організації постійного їх моніторингу. Результати поточного спостереження за кон'юнктурою інвестиційного ринку, як правило, подаються в табличному або графічному вигляді.

2. Аналіз поточної кон'юнктури інвестиційного ринку і виявлення сучасних тенденцій її розвитку.

Цей аналіз полягає у виявленні особливостей конкретних сегментів інвестиційного ринку і тих змін, що відбуваються на ринку в момент спостереження, порівняно з попереднім періодом. Аналіз кон'юнктури інвестиційного ринку здійснюється в два етапи. На першому етапі аналізу проводиться розрахунок системи аналітичних показників, що характеризують поточну кон'юнктуру інвестиційного ринку (на основі інформативних показників поточного спостереження). На другому етапі виявляються передумови до зміни поточної стадії кон'юнктури інвестиційного ринку.

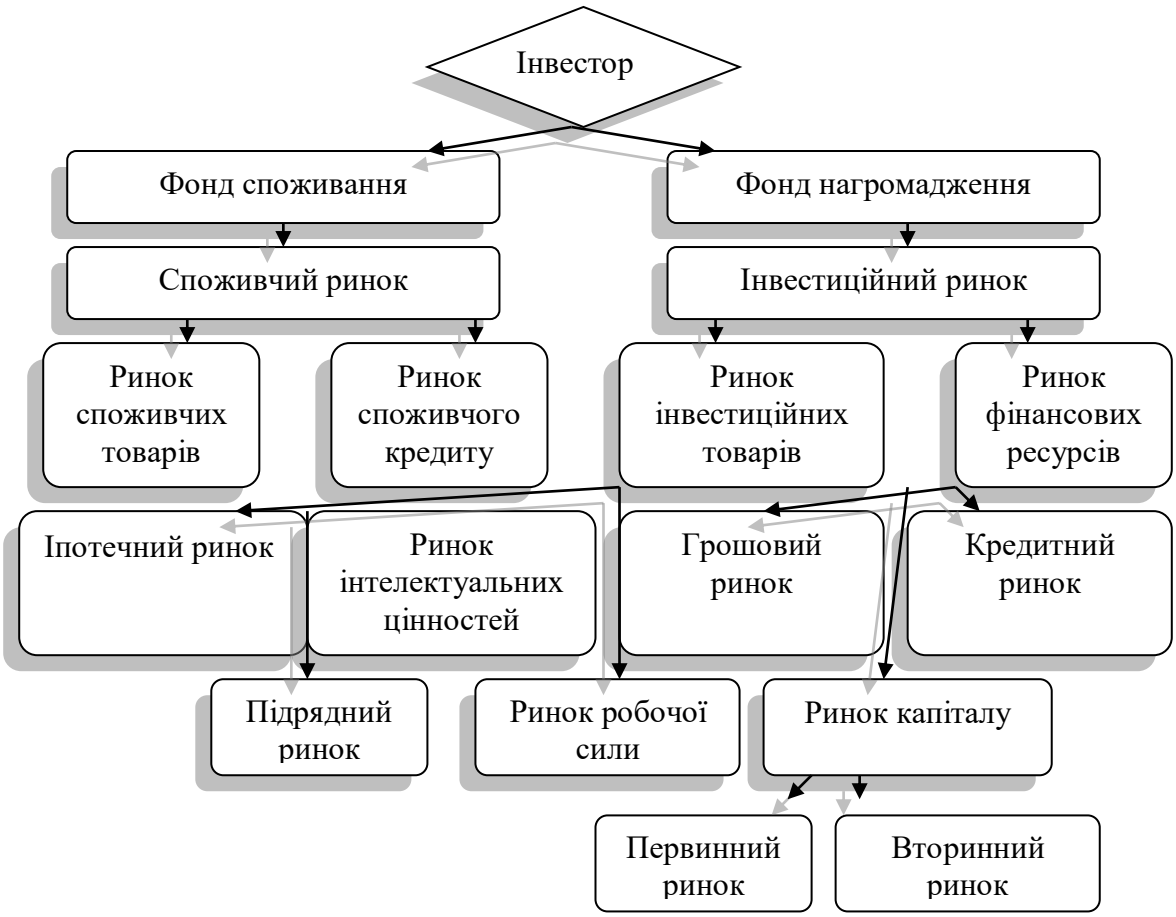

Рис. 3.3. Схема взаємодії ринків

3. Прогнозування кон'юнктури інвестиційного ринку для вибору основних напрямків стратегії інвестиційної діяльності і формування інвестиційної програми (портфеля) підприємства.

Основна задача прогнозу – визначати тенденції факторів, які формують інвестиційний клімат та які впливають на стан інвестиційного ринку у перспективі.

Динаміка кон’юнктури інвестиційного ринку характеризуються постійними коливаннями окремих його елементів. Характер всіх форм коливань кон’юнктури відображають різні індикатори інвестиційного ринку.

Індикатори інвестиційного ринку представляють собою агреговані індекси динаміки поточних ринкових цін, які відображають стан кон’юнктури у розрізі окремих його видів і сегментів. Найбільш широко система таких індикаторів представлена на фондовому ринку країн з розвинутою ринковою економікою.

Використання інвестиційних індексів засновано на перевіреному багаторазово допущенні, що коливання цін на акції декількох десятків провідних компаній відповідають коливанням цін на всі інші акції, коливанням і змінам у попиті та пропозиції цінних паперів на фондовому ринку в цілому. Кожний індекс має наступні характеристики: список індексу (набір акцій – представників); метод усереднення; види ваг до курсових вартостей акцій, які

входять до списку індексу; базисне значення індексу; статистична база, на основі якої здійснюється розрахунок показника.

Інвестиційні індекси виконують три основні функції:

- діагностичну;
- індикативну;
- спекулятивну.

Під діагностичною функцією розуміється здатність системи індексів характеризувати стан і динаміку розвитку як національної економіки, так і окремих її складових. Виконання індексами індикативної функції передбачає, що наявність об'єктивної оцінки цінової ситуації на фондовому ринку дає точку відліку для оцінки поводження великих інвестиційних фондів, окремих інвесторів, портфельних менеджерів. Спекулятивна функція інвестиційних індексів полягає у здатності миттєво реагувати на зміну широкого кола явищ економічного, політичного і соціального характеру.

У своєму використанні індекси мають деякі обмеження.

1. Індекси показують тільки кількісні зміни, тобто оцінюють сумарну вартість складових їхніх частин. Однак вони не відображають якісних аспектів, тобто не показують причин, що стоять за змінами цін. Наприклад, індекс показує, що ціни в цілому упали, але не пояснює, чому це відбулося.

2. Індекси не розкривають глибину тенденцій, що відбуваються у зміні ціни товару.

3. Індекси мають потребу в періодичних коректуваннях компонентів.

4. Індексами можна маніпулювати. Звідси, необхідно бути постійно напоготові, щоб не потрапити на біржові маніпуляції з індексами.

В даний час у країнах з ринковою економікою функціонують понад 200 фондові біржі. Практично кожна з них має власну систему інвестиційних індексів.

У США регулярно публікуються дані по 20 індексам, у Європі – по 25, у Японії – по 3. Мають свої індекси біржі в Латинській Америці, Азії. Найбільше поширення у світі одержали індекси, розроблені в США. Це пов'язано з тим, що денний оборот тільки Нью-Йоркської фондової біржі (NYSE) складає половину світового обороту цінних паперів.

Основні індекси, що розраховуються в США:

- індекс Доу-Джонса (Dow Jones Average);
- зведений індекс Нью-Йоркської фондової біржі (NYSE Composite Index);
- індекси Американської фондової біржі (AMEX Market Value Index);
- Національної Асоціації дилерів з цінних паперів (NASDAQ Index);
- індекси «Велью Лайн Еверідж» (VLA);
- «Вілшир 5000» (Wilshire 5000 – Equality Index);
- «Стендард енд Пурз 500» (S&P 500);
- індекси групи «Рассел» (Russel).

Найбільш популярні з індексів: промислова середня Доу-Джонса і головний ринковий індекс (MMI).

Майже всі індекси, за винятком «Доу-Джонса» і «Велью Лайн», є середньоарифметичними зваженими. Для розрахунку середньоарифметичного зваженого індексу використовується наступна формула (ф. 3.1., табл. 3.1):

$$Індекс = \frac{\sum P_1 \times Q_1}{\sum P_0 \times Q_0} \ , \qquad (3.1)$$

де Q – кількість акцій, що були випущені у звітному (Q_1) та попередньому періоді (Q_0);

Де P – ціна акцій, що були випущені у звітному ($Ц_1$) та попередньому періоді ($Ц_0$),

$$C_o = \frac{A_V}{A_Б} \ , \qquad (3.2)$$

де C_o – співвідношення ринкової і балансової вартості акцій.

Найвідомішим є індекс Доу-Джонса, який відображає ціни на акції 30 найбільших компаній світу, що міцно затвердилися на світовому ринку.

Таблиця 3.1 – Вихідні дані для розрахунку індексу інвестиційного ринку

Акція	**Курс в дол.**	**Кількість випущених акцій**	**Ринкова вартість**
Попередній період			
А	10	500000	5000000
Б	15	1500000	22500000
В	20	1000000	20000000
Разом	Х	3000000	47500000
Звітний період			
А	15	1000000	15000000
Б	12	3000000	36000000
В	20	1500000	30000000
Разом	Х	5500000	81000000

$$. \ Індекс = \frac{81000000}{47500000} \times 100\% = 170{,}5\%$$

Ідея розрахунку індексів належить головному редакторові газети «Уолл-стріт» Чарльзу Доу, котрий у 1884 році запропонував узагальнюючий індекс, розрахований як арифметична сума курсів 12 різних акцій, ділена на 12. Згодом індекс модифікували і стали розраховувати за 30 акціями найбільших компаній,

на які приходиться до 30 % денного обороту фондової біржі. У число 30 компаній, за акціями яких розраховується індекс, входять: «Дженерал електрик», «Юніон карбайд», «Вульфорт», «Стандарт ойл оф Каліфорнія», «Дюпон», «Елайд Корпорейшин», «Епел'юмінем», «Компані оф Америка», «Америкен брендз», «Америкен кен», «Америкен телефон енд телеграф (АТТ)», «Бетмхен стіл», «Істмен кодак», «Ексон», «Дженерал Фудз», «Гудіер», «Інко», «Інтернешнл бізнес мешінз», «Інтернешнл харвестер», «Інтернешнл пейперс», «Джонс Менвил», «Мерк», «Мінесота майнінг енд ман'юфектурінг», «Оуенс-Імігнойс», «Проктер енд Гембл», «Сіерс Роебек», «Тексако», «Юнайтед технолоджіс».

Інвестиційні індекси змінюються під впливом великої кількості факторів:

- стійкості економічної і політичний;
- інфляційних процесів;
- величини позичкового відсотка;
- розмірів виплачуваних відсотків за вкладами і дивідендами по акціях;
- ступеня ризику вкладень;
- розвитку мережі фінансово-кредитних установ, їхньої надійності;
- можливостей вкладення коштів і т.д.

Усі перераховані індекси застосовуються в маркетингових дослідженнях, при аналізі розвитку біржової торгівлі, оцінки стану і перспективи розвитку галузей промисловості та ін. Але для організації біржової торгівлі необхідно розраховувати касовий курс акцій (поточний курс), на підставі якого і відбувається торгівля.

Порядок його визначення такий:

1) застосовуються заявки на купівлю-продаж з різними умовами;
2) відбувається угруповання фондових цінностей.

За твердженням Мелора Стуруа, у США є біржові індикатори, яких ви не знайдете в жодному підручнику по економіці й фінансам. Честь відкриття одного з таких індикаторів належить простим прибиральницям уолл-стритівських контор. Його суть полягає в наступному: чим довші недокурки, тим краще йдуть справи на біржі, чим коротше недокурки, тим гірше. З переходом України до формування власного фондового ринку стали з'являтися і власні фондові індекси.

Одним з перших був розроблений L-індекс газети «Фінансова Україна». Індекс розраховується щотижня як середньоарифметичне значення приросту (зниження) цін покупки акцій. Базою розрахунку індексу прийнято 2 травня 1994 р. Він обчислюється за формулою (ф. 3.3):

$$L_{(t)} = L \times (t-1) \times (1 + \frac{a}{100}) \ , \qquad (3.3)$$

де $L_{(t)}$ – індекс ліквідності (покупки);

t – поточний індекс;

t-1 – попередній період;

а – середня зміна курсу покупки (продажу).

Другим фондовим індексом України можна вважати DD-індекс. Даний індекс розроблений агентством «Деньги Донбасса». На початковому етапі DD-індекс був індикатором динаміки курсів 10 цінних паперів у м. Донецьку. Розраховується він як корінь n-го ступеня з добутку індексів зміни курсів покупки і цінних паперів. Базова дата 25 жовтня 1994 р. Індекс розраховується щотижня. Третій індекс «Комекс-Брок» розроблений АТ «Комекс-Брок». Даний індекс розраховується на підставі цін продажу за формулою (ф. 3.4):

$$I_{kb} = \frac{\sum_{1i=1}^{m} P \times V_{in}}{n} + KI \ , \qquad (3.4)$$

де P_i – курс і – тої акції;
n – кількість акцій;
V_n – обсяг продажів;
КІ – коефіцієнт інфляції.

Четвертий індекс WOOD – 15 публікований з 1997 р. газетою «Бізнес». Даний індекс заснований на методології, розробленій міжнародною фінансовою корпорацією для ринків, що розвиваються. Дана методологія дозволяє відображати всі зміни, які відбуваються на ринку, у т.ч. злиття і поглинання компаній, банкрутства, включення нових компаній у базу індексу.
Формула розрахунку індексу:

$$WOOD = \frac{CK_t}{CK_0} \times 100 \ , \qquad (3.5)$$

де СКt – загальна поточна ринкова капіталізація компаній, які входять до бази;

СК0 – початкова капіталізація компаній, які входять до бази.

Первісне значення індексу зафіксовано в момент першої його публікації на рівні 1000 (13.06.1997 р.). Публікація індексу здійснюється щотижня на підставі результатів закінчення робочого дня Позабіржової фондової торгової системи в п’ятницю 17.00.

П’ятий індекс КАС-20. Офіційно даний індекс розраховується з 01.01.1997 р. Він призначений для портфельних інвесторів, які вкладають свої кошти рівномірно в акції декількох компаній.

Головний принцип розрахунку КАС-20 – повнота відображення фондового ринку України акціями великих підприємств ведучих галузей.

Прогнозування кон’юнктури інвестиційного ринку здійснюється в сучасних умовах двома основними групами методів – «технічним» (як його аналог використовуються терміни «прикладний» або «трендовий») і «фундаментальним» (як його аналог використовується термін «факторний»).

<u>Методи технічного аналізу кон'юнктури інвестиційного ринку</u>

Технічний аналіз ґрунтується на простому затвердженні: "Усе у світі повторюється", і якщо курси валют найближчим часом зміняться, то цьому будуть передувати характерна ознака, установити які можна за допомогою аналізу попередньої історії руху курсів. Досвідчені дилери роками виробляють свої критерії прогнозу курсів і прийняття рішень про покупку або продаж валюти (операції обміну однієї валюти на іншу). Досвід дилерів підсумовано у великій кількості літератури, видаваної за кордоном, але важкодоступної в Україні.

Кожний з методів технічного аналізу містить деяке число параметрів (довжина аналізованого історичного періоду, припустиме відхилення курсу від середньої тенденції, що свідчить про настання змін на ринку...). Ці параметри, як і ефективність роботи кожного з методів, залежать від кон'юнктури ринку. Вибір оптимальних значень таких параметрів – типове завдання комп'ютерної оптимізації. Прикладами використовуваних методів можуть служити: розбіжність поточних середніх (Moving Average Convergence-Divergence), індекс коливання цін (Ultimate Oscillator), альфа-бета метод (Alpha-Beta Trend), метод Боуллінжера (Bollinger Bands), покажчик зміни тенденцій (Key Reversal) і інші.

Істотним для технічного аналізу є те, що він має справу більшою мірою з ринком, аніж із самим продуктом. Технічному аналітикові не потрібна інформація про прибуток компанії. Деякі навіть говорять, що вони не мають потреби у знанні найменування продукту для застосування своїх методів.

Діаграми є першою асоціацією, пов'язаною з технічним аналізом. Діаграми цін стали синонімом технічного аналізу. Це не зовсім вірно. Діаграми – це спосіб подання даних, який використовується як технічними аналітиками, так і фундаменталістами. Розходження складається лише в тім, для чого ці групи використають діаграми. Діаграми для фундаментального аналітика є способом створення візуальної картини зміни ціни товару, а технічний аналітик іде далі. Він інтерпретує процес зміни цін для визначення старих структур і дає прогноз зміни цін у майбутньому. Він шукає характерні рівні цін, що означає підтримку або опір.

Існує кілька видів діаграм які використаються для технічного аналізу. У даному прикладі всі діаграми показують зміни по днях. Вибір інтервалів діаграм вільний. Всі типи діаграм можуть показувати щоденну, щотижневу, щогодинну й навіть щохвилинну інформацію.

Діаграми є засобами наочного подання даних і полегшують виконання порівнянь, виявлення закономірностей і тенденцій даних. Наприклад, замість аналізу декількох стовпців чисел на аркуші можна, глянувши на діаграму, довідатися, падають або ростуть обсяги продажів по кварталах або як дійсні обсяги продажів співвідносяться із планованими.

Лінійні діаграми звичайно використаються, якщо доступна й повинна бути представлена інформація лише про одну ціну. Звичайно діаграми такого типу використаються для підсумовування щоденної динаміки цін або фіксованих цін (рис. 3.4).

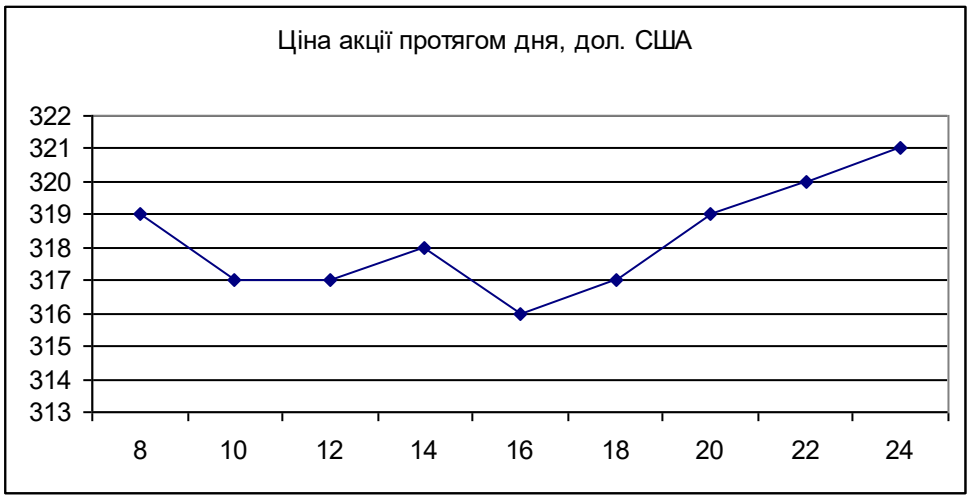

Рис. 3.4. Приклад лінійної діаграми

Стовпчикові діаграми (гістограми). Така діаграма складається, як про це свідчить сама назва, з горизонтальних стовпчиків. Стовпчикові діаграми включають більше інформації, ніж звичайні лінійні діаграми. Вони використовуються для подання інформації з більш ніж однієї ціни. Простим прикладом може бути інформація про розвиток двох цін за одиницю часу. Наприклад, комбінація відкриття – закриття або висока – низька ціна. Стовпчикові графіки можуть надавати до чотирьох видів інформації із ціни. Даний приклад показує графік висока/низька/закрита (рис. 3.5).

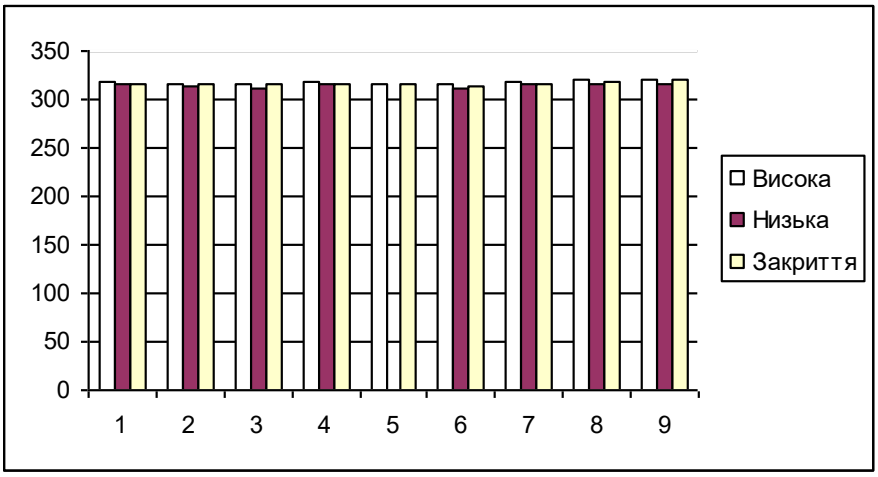

Рис. 3.5. Приклад стовпчикової діаграми

Сам стовпчик показує межі високої й низької цін, тобто, найвища ціна протягом дня з’єднана з найнижчою ціною за день. Оцінка праворуч стовпчика показує ціну закриття на день проведення торгів. Якщо ціна відкриття також відома, то вона буде зазначена ліворуч стовпчика.

Примітка: бувають дні, коли ринок відкривається по найвищій або найнижчій ціні дня. У таких випадках, оцінка ціни закриття ставиться відповідно вгорі або внизу стовпчика. Брущаті діаграми. Якщо є інформація із всім чотирьох цінам в одиницю часу, вони можуть бути представлені або у вигляді стовпчикової діаграми, або у вигляді брущатої діаграми. Назва

“брущата діаграма” походить від форми стовпчика. Вони виглядають як свічі. Важливо визнати, що брущаті діаграми включають не більше інформації, ніж відповідні стовпчикові діаграми. Багато хто з аналітиків як і раніше віддає перевагу брущатим діаграмам, оскільки вони є наочними (рис. 3.6).

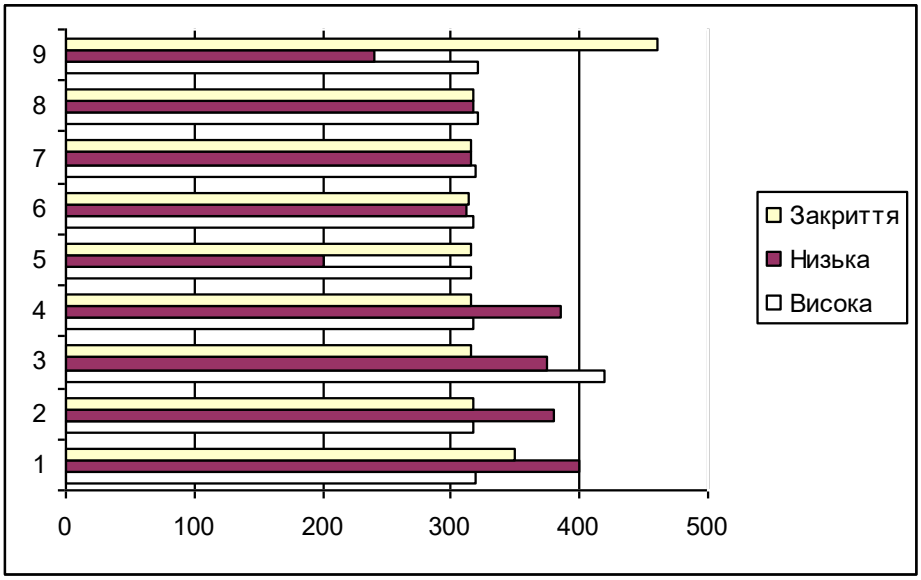

Рис. 3.6. Приклад брущатої діаграми

Біржова діаграма. Microsoft Excel пропонує чотири види спеціальних біржових діаграм. Перша, найпростіша, відображає набори даних з трьох значень (найнижчий курс, найвищий курс, ціна закриття) (рис. 3.7). Друга – з чотирьох (курс відкриття, найвищий курс, найнижчий курс, курс закриття). Третя враховує інші чотири параметри (об’єм, найвищий курс, найнижчий курс, курс закриття). І, нарешті, четверта відображає дані з п’яти позицій (об’єм, курс відкриття, найвищий курс, найнижчий курс, курс закриття).

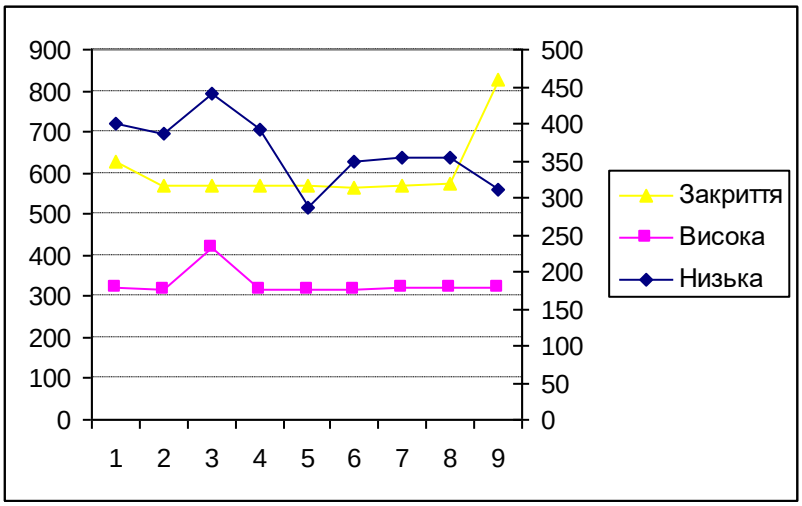

Рис. 3.7. Приклад біржової діаграми (1 тип)

Тенденційний графік. Тенденційний графік означає, що ціна розвивається відповідно до загальної тенденції. Після визначення тенденція розвитку, нагору – униз, або убік можна приймати відповідне рішення. Якщо лінія тенденції обривається, тобто, ціна цінного папера перетинає лінію тенденції внизу (при тенденції до підвищення) або вгорі (при тенденції до зниження), то говорять, що тенденція зупинилася й не можна очікувати розвитку ціни цінного папера в первісному напрямку. Тренд – загальний напрямок зміни ринку.

Тренд залежить від тривалості тимчасового інтервалу на якому він будується. Розрізняють тренд нагору (bullish), тренд униз (bearish) і горизонтальний тренди. При побудові тренду, для наочності рекомендуємо використати свічі (одна свічка за проміжок часу t будується по hi(t) – максимальна ціна за проміжок часу t, low(t) – мінімальна ціна, open(t) – перша ціна, close(t) – остання ціна, при цьому open/close утворять прямокутник білих кольорів або чорного, залежно від того, яка ціна вище – open або close) чи бари (high(t), low(t), close(t)), як графік курсу. Уздовж тренду завжди можна провести дві лінії, що обмежують коливання цін у рамках тренду зверху й знизу. У випадку яскраво вираженого висхідного або спадного тренду вони, як правило, розташовуються майже паралельно. Лінія, розташована праворуч зветься лінією тренду, а розташована ліворуч – лінією каналу. У випадку горизонтального тренду лінії можуть бути як паралельними, так і розташованими під кутом друг до друга.

Лінії тренду дозволяють графічно відображати тенденції даних і прогнозувати їхні подальші зміни. Подібний аналіз називається також регресійним аналізом. Використовуючи регресійний аналіз, можна продовжити лінію тренду в діаграмі за межі реальних даних для пророкування майбутніх значень.

У рамках Microsoft Excel можливе створення лінійних даних без використання діаграми. Щоб створити дані, що відповідають лінійним і експонентним лініям, використайте авто заповнення або одну зі статистичних функцій, таких як РІСТ() або ТЕНДЕНЦІЯ().

Існує шість різних видів ліній тренду, які можуть бути додані на діаграму Microsoft Excel. Спосіб варто вибирати залежно від типу даних.

Лінійна апроксимація – це пряма лінія, що щонайкраще описує набір даних. Вона застосовується в найпростіших випадках, коли крапки даних розташовані близько до прямої. Говорячи інакше кажучи, лінійна апроксимація гарна для величини, що збільшується або спадає з постійною швидкістю (рис. 3.8).

Інші види прогнозування на основі логарифмічної, поліноміальної апроксимації і т. д. можна використати у програмі при виборі виду тренду.

Логарифмічна апроксимація корисна для опису величини, що спочатку швидко росте або спадає, а потім поступово стабілізується. Логарифмічна апроксимація використає як негативні, так і позитивні величини.

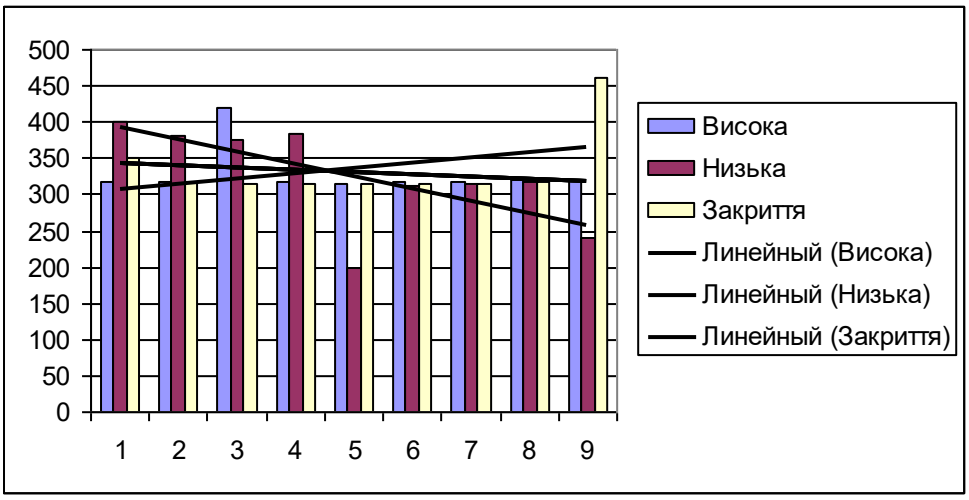

Рис. 3.8. Приклад побудови лінійного тренду

Поліноміальна апроксимація використовується для опису величин, що поперемінно зростають і спадають. Вона корисна, наприклад, для аналізу великого набору даних про нестабільну величину. Ступінь полінома визначається кількістю екстремумів (максимумів і мінімумів) кривої. Ступенева апроксимація корисна для опису монотонно зростаючої або монотонно спадаючої величини. Експонентна апроксимація корисна в тому випадку, якщо швидкість зміни даних безупинно зростає.

Лінія тренду найбільшою мірою наближається до представленого на діаграмі залежності, якщо значення R-квадрат (число від 0 до 1, яке відображає близькість значень лінії тренду до фактичних даних. Воно також називається квадратом змішаної кореляції) дорівнює або близько до 1. При апроксимації даних за допомогою лінії тренду значення R-квадрат розраховується автоматично. Отриманий результат можна вивести на діаграмі.

В процесі графічного вивчення поточної динаміки показників, що спостерігаються, методами технічного аналізу ставляться наступні основні задачі:

1. Визначення характеру тенденцій показника, що вивчається.

2. Визначення «точки зламу» тенденції. Під ***точкою зламу тенденції*** розуміють максимальні або мінімальні значення аналізованого показника, після яких тенденція змінюється на протилежну. Точки зламу ринку «биків» визначаються по максимальному рівню цін у короткому періоді, у той час як точки зламу «ведмежого» ринку – відповідно по мінімальному рівню цін у короткому періоді. У рамках довгострокової тенденції система точок зламу доповнюється й піковими (максимальними і мінімальними) рівнями цін.

3. Визначення рівнів підтримки та опори показника, що спостерігається. Рівень підтримки представляє собою побудовану на графіку лінію з’єднання всіх мінімальних значень показника по відповідним точкам зламу, а рівень опору – аналогічну лінію, побудовану по максимальним його значенням.

4. Визначення частоти і характеру розривів показника, що спостерігається. В теорії технічного аналізу виділяють різні види розривів (прискорюючий, уповільнюючий, випереджуючий, острівний, кінцевий тощо),

кожен з яких дозволяє визначити напрями й ступінь інтенсивності зміни тенденції показника. Висновки технічного аналізу використовуються не тільки для дослідження поточної кон'юнктури інвестиційного ринку, але й для її прогнозування. Прогнозний апарат технічного аналізу базується на окремих теоріях, серед яких найбільше розповсюдження одержали: теорія Доу, теорія хвиль Еліота, теорія ковзної середньої та деякі інші.

Методи фундаментального аналізу інвестиційного ринку

В систем методів дослідження кон'юнктури інвестиційного ринку найбільш надійним методичним апаратом володіє фундаментальний аналіз, хоча його складність і відносно висока вартість проведення суттєво стримують сферу його застосування. Результати фундаментального аналізу є головною умовою забезпечення високого ступеня ефективності інвестиційного ринку (у той час як результати технічного аналізу можуть забезпечити ефективність інвестиційного ринку лише в слабкому ступені). Діапазон досліджень інвестиційного ринку на основі методів фундаментального аналізу найбільш широкий. Основними напрямами такого дослідження є:

- аналіз і прогнозування кон'юнктури інвестиційного ринку в цілому у зв'язку із загальноекономічним розвитком країни;
- аналіз і прогнозування кон'юнктури окремих видів і сегментів інвестиційного ринку;
- аналіз та оцінка перспектив інвестиційної привабливості окремих галузей економіки;
- аналіз і оцінка перспектив інвестиційної привабливості окремих регіонів країни;
- аналіз і прогнозування інвестиційної позиції підприємств;
- порівняльний аналіз інвестиційних якостей окремих реальних проектів фінансових інструментів та відповідне прогнозування динаміки рівня цін на них.

Фундаментальний аналіз заснований на дослідженні окремих факторів, що впливають на динаміку показників, що вивчаються, і визначенні можливої зміни цих факторів у майбутньому періоді. В процесі прогнозування кон'юнктури інвестиційного ринку на основі фундаментального аналізу використовуються наступні основні методи:

1. ***Метод прогнозування «згори-донизу»*** передбачає здійснення прогнозних розрахунків у напрямку від загального до конкретного. У процесі здійснення таких прогнозних розрахунків спочатку оцінюється можлива зміна параметрів загальноекономічного розвитку країни; потім прогнозуються основні параметри майбутнього розвитку окремих елементів інвестиційного ринку в цілому; після цього прогнозується кон'юнктура окремих видів інвестиційних ринків; потім здійснюється прогноз кон'юнктури окремих сегментів інвестиційного ринку, що цікавлять його учасника; на завершальній стадії прогнозних розрахунків визначаються вірогідні параметри обороту на ринку конкретних видів інвестиційних товарів та інструментів.

2. ***Метод прогнозування «знизу-догори»*** передбачає здійснення прогнозних розрахунків у зворотній послідовності. Число рівнів прогнозування визначає при цьому сам аналітик виходячи з поставлених перед ним задач.

3. ***Імовірнісний метод прогнозування*** здійснюється в умовах недостатності вихідної інформації, особливо тієї, яка характеризує майбутню динаміку макроекономічних факторів. У цьому випадку прогнозування окремих показників кон'юнктури інвестиційного ринку на всіх його рівнях носить багатоваріантний характер у діапазоні від оптимістичної до песимістичної оцінки можливого розвитку окремих факторних показників.

4. ***Метод економетричного моделювання прогнозованих показників*** кон'юнктури інвестиційного ринку або окремих інвестиційних товарів та інструментів заснований на побудові індивідуальних економетричних (економіко-математичних) моделей, як правило, багатофакторних.

5. ***Метод моделювання інвестиційних і фінансових коефіцієнтів*** використовується, в основному, для прогнозування показників розвитку окремих учасників інвестиційного ринку. Система таких коефіцієнтів дозволяє оцінити рентабельність, фінансову стійкість, платоспроможність та інші сторони майбутньої інвестиційної діяльності конкретного підприємства.

6. ***Метод об'єктно-орієнтованого моделювання*** (або метод побудови електронних таблиць) ґрунтується на розкладанні окремих прогнозованих інтегральних показників на низку окремих їх значень при використанні комп'ютерних електронних таблиць. Використання у поєднанні методичного апарату фундаментального і технічного аналізу створює передумови для здійснення надійних прогнозів кон'юнктури інвестиційного ринку на різних його рівнях.

3.3. Прогнозування розвитку інвестиційного ринку

В останні роки практика розробки планів економічного і соціального

розвитку дедалі більше трансформується в бік пристосування до нових умов. Економічна практика також доводить, що не можна в цей час обмежитись і чистим прогнозом. Він дає лише уявлення про передбачувану в перспективі ситуацію і не містить цілеспрямованих заходів та важелів впливу на зміну ситуації. Програма є, по суті, планом досягнення певної мети. Якщо мета охоплює економіку в цілому, то таку програму можна назвати планом.

Система прогнозування, планування і розробки програм складається з прогнозів, індикативних планів і програм та охоплює всі рівні виконавчої влади у розрізі коротко-, середньо– і довгострокової перспектив. Вона передбачає застосування як економічних, так і директивних методів регулювання розвитку економіки. До останніх належать загальнодержавні норми і нормативи, державний контракт, державні інвестиції, регульовані ціни на окремі види продукції та ін. Отже, цілеспрямоване функціонування економіки забезпечується системою державного регулювання, яка передбачає застосування впливу держави на діяльність суб'єктів економіки.

Складовою системи прогнозування, планування і розробки програм є національні, галузеві і регіональні програми. Вони – основний засіб реалізації державної політики, пріоритетних напрямів економічного і національно-культурного розвитку України, концентрації фінансових, матеріально-технічних та інших ресурсів, координації діяльності підприємств, установ, організацій та громадян з метою вирішення найважливіших загальнодержавних проблем. Показники заданої системи на віддалену перспективу коригуються в міру розробки і прийняття планів чи програм на ближчу перспективу. Порядок розробки прогнозів, планів і програм економічного і соціального розвитку України визначається Урядом України.

Передбачувані результати економічного й соціального розвитку України та прогнози кон'юнктури ринку використовуються при прийнятті органами законодавчої і виконавчої влади конкретних рішень у галузі економічної політики та при розробці державних програм й індикативних планів. Останні являють в умовах ринкових перетворень найбільший інтерес з точки зору використання при їх розробці нетрадиційного методу планування найважливіших показників та якісних характеристик розвитку галузей економіки, регіонів тощо. В основу цього методу покладені найважливіші народногосподарські макроекономічні показники (індикатори), до досягнення яких має прагнути суспільство.

Відмінні ознаки прогнозування і планування інвестиційної діяльності:

– рекомендаційний характер показників (індикаторів) плану;

– індикатори або орієнтири, які передбачає на майбутнє держава і які досягаються за допомогою певних засобів управління – регуляторів.

На державному рівні повинні впроваджуватися глобальні індикатори, як-то: валовий внутрішній продукт, національний дохід, рівень інфляції; стан фінансів, грошового обігу, фінансового товарного та валютного ринків; рівень межі забезпеченості, мінімальна зарплата та пенсії, середня зарплата; обсяги експорту та імпорту, сальдо зовнішньоекономічної діяльності; співвідношення між фондами споживання і нагромадження, показники обсягу та структури інвестицій. Досягнення цих індикативних показників повинно забезпечуватись впровадженням певних економічних регуляторів, тобто норм і нормативів податкових митних ставок, акцизних зборів, амортизаційних відрахувань, поточних витрат, планових нагромаджень у будівництві, облікових відсоткових ставок та норм обов'язкових резервів Національного банку України тощо.

Інвестиційний процес характеризується трьома групами показників: загальний обсяг інвестицій та їх структура; обсяги проектно-дослідницьких робіт; обсяги будівельно-монтажних робіт.

Індикативне планування (прогнозування) інвестицій здійснюється відповідно до головних індикаторів розвитку національної економіки та визначених пріоритетів. Їх обсяг визначається відповідно до прирощення виробничих потужностей та основних фондів усіх виробничих галузей і соціальної сфери. Таким чином, головний показник інвестиційного плану (прогнозу) є введення в дію виробничих потужностей та об'єктів соціальної

сфери, який визначається в натуральних одиницях виміру (тис. т цукру на рік або тис. м полотна на рік тощо).

Індикатор введення в дію виробничих потужностей узагальнюється стосовно відтворної структури інвестицій, тобто підсумком: за рахунок нового будівництва, реконструкції та переозброєння, за винятком потужностей, вибуття яких очікується в плановому періоді. Відповідно до цього індикатор введення в дію виробничих потужностей у періоді *Мі*, що планується, може бути визначений за формулою (ф. 3.6):

$$Мі = Мпп + Мнб + Мдп – Мв, \qquad (3.6)$$

де *Мпп* – величина виробничої потужності на початок періоду, що планується;

Мнб – збільшення потужності за рахунок нового будівництва;

Мдп – приріст потужності на діючих підприємствах за рахунок реконструкції, технічного переозброєння і розширення виробництва;

Мв – зменшення потужності через вибуття застарілих нерентабельних виробництв.

Введення в дію об’єктів соціальної сфери визначається стосовно підвищення життєвого рівня населення. Так, планований обсяг нового житла встановлюється, виходячи з потреби одного жителя та приросту населення в певному регіоні з урахуванням вибуття жилої площі. Таким же чином обчислюються індикатори розвитку освіти, культури, науки, охорони здоров’я тощо.

Індикатори введення в дію основних виробничих і невиробничих фондів визначаються у вартісному виразі. Їх балансова вартість дещо нижча від суми інвестиційних витрат: приблизно на 7 % – по виробничих фондах і 5 % – по невиробничих. Різниця утворюється через те, що в кошторисах передбачаються витрати, які не збільшують вартість основних фондів. Це можуть бути вкладення у тимчасові будівлі та споруди; підготовка експлуатаційних кадрів; відчуження або оренда будівельного майданчика; експертиза, технічний нагляд та моніторинг інвестиційних проектів. В окремих випадках за рахунок інвестицій формуються також початкові оборотні фонди та фонди обігу.

На макрорівні визначаються також *індикатори незавершеного будівництва*, тобто обсяг неосвоєних інвестицій і невведених у дію основних фондів. Ці показники визначають майбутні витрати фінансових і матеріально-технічних ресурсів, які повинні бути передбачені в наступному плановому періоді. У вартісному виразі незавершене будівництво – це заділ, який потрібно подовжити або закінчити у наступному році. З одного боку, це інвестиції, що будуть освоєні у наступному році, і основні фонди, що перейдуть на баланс інвестора, а з іншого, – обсяги підрядних робіт, які повинен виконати підрядник у наступному році. Будівельний заділ виникає зазвичай при будівництві об’єктів з тривалими строками виконання робіт. У свою чергу, будівельна фірма повинна його передбачати, щоб забезпечити собі в майбутньому необхідний фронт робіт і ритмічність виробництва. Отже, *будівельний заділ* – це

об'єктивна економічна категорія, яка відображає обсяг незавершеного будівництва, що очікується. Його індикативне планування необхідне в зв'язку з тим, що терміни спорудження окремих об'єктів виходять за рамки періоду, що планується. Обсяги будівельного заділу повинні передбачатися інвесторами всіх форм власності, оскільки цей показник має збалансувати інвестиції та їх ресурсне забезпечення, передбачити фронт робіт для ритмічної роботи будівельно-монтажних організацій.

Таким чином, індикативні плани (прогнози) передбачають обсяги необхідних і бажаних інвестицій як у державному, так і недержавному секторах економіки і, звичайно, обчислені в них показники мають приблизний характер. Наприклад, потреба в інвестиціях визначається як відсоток у національному доході, а можливі їх обсяги від різних джерел фінансування на найближчу перспективу можна визначити за проектами, що вже реалізуються (перехідними), та тими, що передбачаються в плані і, головне, мають відкрите фінансування.

Найперше, що потрібно передбачити в індикативному плані, – це реальні джерела фінансування та їх структуру. Ці індикатори необхідні для:

– формування державного бюджету всіх рівнів, визначення його дохідних і витратних розділів, а також для того, щоб зафіксувати рівень його дефіциту;

– визначення часткової участі державних і недержавних інвесторів у фінансуванні проектно-дослідницьких і будівельно-монтажних робіт за проектами, що будуть реалізовуватися;

– визначення обсягів і вартості підрядних проектно-дослідницьких, будівельно-монтажних і пусконалагоджувальних робіт та обсягів виробництва матеріально-технічної бази будівництва;

– визначення обсягів інвестиційної діяльності фінансово-кредитних установ.

Таким чином, після визначення першої групи індикаторів, що характеризують очікувані обсяги інвестицій і їх структуру, можна передбачити відповідні індикатори двох інших груп – обсягів проектно-дослідницьких робіт та обсягів будівельно-монтажних робіт.

Індикаторами плану проектно-дослідницьких робіт можуть бути:

– обсяги і вартість проектно-дослідницьких робіт, що фінансуються з державного бюджету (розробка галузевих і регіональних схем розвитку, схем районного планування, типових проектів і нормативних документів, необхідних для здійснення проектних і будівельних робіт у країні);

– бажані показники обсягу інвестицій у виробництво та соціальні об'єкти в галузевому та територіальному розрізах;

– обсяги проектно-дослідницьких робіт, що здійснюватимуться за рахунок недержавних джерел фінансування.

Індикативне планування будівельного виробництва є важливим для своєчасного забезпечення інвестиційного процесу необхідними потужностями виробників матеріально-технічних ресурсів і будівельно-монтажних фірм. Тобто вони передбачають свій розвиток з метою забезпечення освоєння

очікуваних інвестицій. Індикативний план будівельно-монтажного виробництва може передбачати такі показники:

– обсяги будівельно-монтажних робіт за кошторисною вартістю державних об’єктів, в тому числі ті, що належить ввести в дію в плановому періоді;

– кошторисна вартість робіт, що можуть бути виконані підрядним, господарським або змішаним способами;

– обсяги робіт, що фінансуються недержавними інвесторами, в тому числі можливе введення потужностей на цих об’єктах у плановому періоді;

– введення в дію потужностей загалом, в тому числі за рахунок нового будівництва, реконструкції, технічного переозброєння та розширення виробництва;

– введення в дію об’єктів соціальної сфери в цілому і тих, що фінансуються недержавними інвесторами.

Своєчасно опрацьований та оприлюднений Міністерством економіки план інвестування держави дозволить потенційним інвесторам, державним і недержавним підприємствам, що виробляють та постачають матеріально-технічні ресурси для будівництва, проектно-дослідним і будівельним фірмам вивчити ці орієнтовані індикатори, визначитись щодо своїх намірів участі у конкурсах і тендерних торгах, а потім сформувати портфелі замовлень та укласти підрядні договори (контракти).

За умов будівництва в Україні показники інвестицій можуть передбачатись у державному та місцевих бюджетах, проте лише на перший рік будівництва. Разом з тим чинне законодавство для будівництва за рахунок коштів держбюджету або коштів підприємств державної власності передбачає складати і затверджувати титули будівель, що включають планові показники.

Титул будови (об’єкта) визначає головні техніко-економічні показники: обсяг капіталовкладень і завдання щодо введення потужностей та основних фондів на весь період будівництва з розподілом по роках. Показники титулів будов є плановими як для замовника, так і для підрядника, обов’язковими для міністерств та інших центральних органів виконавчої влади, органів місцевого самоврядування, підприємств, установ, організацій, банків, що здійснюють супроводження, фінансування і реалізацію проекту будівництва.

Титули складаються тільки для тих будов, які мають затверджену проектно-кошторисну документацію на 1 вересня року, що передує плановому. Розрізняються титули будови, будівництво якої розпочинається, титул перехідної будови та внутрішньобудівельний титул.

Порядок затвердження титулів виробничого призначення:

– розрахунковою кошторисною вартістю 15 млн грн. затверджуються центральними органами виконавчої влади та обласними державними адміністраціями за узгодженням з Мінекономіки України;

– вартістю до 5 млн грн. затверджуються керівниками підприємств державної власності за узгодженням з органами вищого рівня, до сфери управління яких вони належать.

3.4. Поняття інвестиційної привабливості. Інвестиційна привабливість галузей, регіонів

В основі вибору об’єктів інвестування а відповідно і галузей, регіонів та окремих підприємств стоїть оцінка їх ***інвестиційної привабливості*** (інтегральної їх характеристики перспективи розвитку, рівня дохідності та ризику).

Інвестиційна привабливість регіонів оцінюється за такими основними напрямками:

1. Рівень загальноекономічного розвитку регіону
2. Рівень розвитку інфраструктури регіону
3. Демографічна характеристика.
4. Рівень розвитку ринкових відносин та комерційної інфраструктури регіону
5. Рівень кримінальних, екологічних та інших ризиків.

Рівень економічного розвитку регіону характеризується такими показниками, як питома вага регіону у валовому внутрішньому продукті і національному доході, обсяг виробництва на душу населення, рівень самозабезпечення регіону основними продуктами харчування, середній рівень заробітної плати робітників, обсяг і динаміка капітальних вкладень у регіоні на душу населення, число підприємств, питома вага збиткових підприємств.

Розвиток інвестиційної інфраструктури оцінюється числом підрядних будівельних компаній, обсягом місцевого виробництва основних будівельних матеріалів, виробництвом енергетичних ресурсів на душу населення, щільністю залізничних колій , щільністю автомобільних шляхів.

Демографічну характеристику визначають питома вага населення регіону в загальній чисельності жителів України, співвідношення міського і сільського населення, питома вага населення, зайнятого в суспільному виробництві, рівень кваліфікації робітників.

Розвиток ринкових відносин характеризується питомою вагою приватизованих підприємств і підприємств з недержавною формою власності у загальній їх кількості, чисельністю підприємств з іноземними інвестиціями, банківських установ, страхових компаній, товарних бірж.

В якості інтегрального показника інвестиційної привабливості регіонів часто розглядають дані Інвестиційного рейтингу областей України, розрахованого на основі офіційних даних Державного комітету статистики, Кабінету Міністрів України, Міністерства економіки, Міністерства фінансів, Національного банку, Державної комісії з питань цінних паперів та фондового ринку, Держказначейства та ін.

Часто визначення інвестиційного рейтингу регіонів проводиться на основі показників, які, за оцінками інвесторів, є найбільш важливими при прийнятті рішення про місце та обсяги інвестицій. наприклад економічний розвиток регіону (ЕР), ринкова інфраструктура (РІ), фінансовий сектор (ФС), людські ресурси, підприємництво та місцева влада (ЛР).

Не так давно виникла нова неофіційна методика порівняння купівельної спроможності регіонів світу – так звана бургерономіка. Дана методика заснована на використанні „індексу Біг-Мака” (або, як його інакше називають, індексу бутерброда), який щорічно з 1986 року розраховується виданням „Economist” [46]. Індекс відображає реальне співвідношення купівельної спроможності валют світу на основі аналізу ціни фірмового бутерброду мережі „МакДональдс”, яка діє у понад 120 країнах. Слідом за індексом Біг-Мака економісти почали використовувати в аналогічних цілях вартість інших продуктів великих мереж (наприклад, кави «Латте», напою «Кока-кола» тощо).

Існують різні методики оцінки інвестиційної привабливості. Так за методикою І.О. Бланка, пропонується розрахунок інтегрального показника за трьома напрямами інвестиційної привабливості регіонів: 1) рівень загального економічного розвитку регіону, 2) рівень інвестиційної інфраструктури регіону, 3) рівень розвитку ринкових відносин і комерційної інфраструктури, 4) оцінка ступеню небезпечності інвестиційної діяльності в регіоні; 5) демографічні характеристики регіону.

Розрахунок інтегрального показника пропонується здійснювати за формулою (ф. 3.7):

$$РІП_p = \sum_{t=1}^{n} РЕР_i \times ЗЕР_i \ , \qquad (3.7),$$

де $РІП_p$ – інтегральний ранговий показник інвестиційної привабливості;

$РЕР_i$ – середній ранговий показник за елементом оцінки;

$ЗЕР_i$ – вагомість відповідного елементу у загальної оцінці галузі.

Рекомендовано експертами : 1) для елемента 1 $ЗЭР_i$=0,35, 2) для елемента 2 =0,15, 3) для елемента 3=0,25, 4) для елемента 4 =0,10, 5) для елемента 5=0,15.

Інвестиційна привабливість окремої галузі визначається такими факторами:

1. Важливість галузі
2. Характеристика споживання продукції
3. Рівень державного втручання
4. Соціальна роль галузі та кількість робочих місць
5. Фінансові умови роботи галузі

У виборі галузевих напрямків інвестування, зокрема , Всесвітній банк керується перерахованими групами чинників як критеріями для прийняття рішень:

• ринкові;
• конкуренції;
• бар'єри входження в галузь;
• бар'єри виходу підприємства з галузі;
• взаємовідносини з постачальниками;
• технологічні фактори;

• соціальні фактори.

До першої групи відносяться розмір ринку, темп зростання його потенціалу, циклічність попиту, еластичність цін, прибутковість, диференціація продукту.

Друга група факторів оцінює стан конкуренції галузевого ринку, наявність рівних конкурентів, інтенсивність конкуренції, ступінь спеціалізацій конкурентів, наявність товарів-замінників, завантаження потужностей.

Третя група досліджує капіталоємкість галузі, наявність каналів розподілу і доступ до них, доступ до сировинних ресурсів, захищеність із боку держави, соціальні проблеми галузі, що можуть зробити негативний вплив на входження.

Четверта група дозволяє проаналізувати існуючі обмеження державного і соціального порядку, що перешкоджають виходу з галузі, спеціалізацію активів і можливість їх перепрофілювання і використання за іншим призначенням. Вгаємо відносини з постачальниками характеризуються наявністю місцевих постачальників, матеріалів-замінників, інтенсивністю конкуренції серед постачальників, можливістю формування стратегічних союзів і інших взаємовідносин з постачальниками сировини і матеріалів, рівнем вертикальної інтеграції з постачальниками.

Технологічні чинники враховують рівень технічних нововведень у галузі, складність продукції і виробництва, патентно-ліцензійну ситуацію в галузі, капіталоємкість і наукоємкість продукції.

До соціальних чинників, що формують галузеву привабливість, належать дисципліна робітників, демографічні процеси, ступінь охоплення робітників профспілками і вплив громадських організацій, виробничі відношення робітників із керівництвом.

Розрахунок інтегрального показника інвестиційної привабливості галузі на основі експертної оцінки пропонується розглядати за трьома напрямами: 1) рівень перспективи розвитку галузі, 2) рівень середньогалузевої рентабельності та 3) рівень галузевих інвестиційних ризиків.

Розрахунок інтегрального показника пропонується здійснювати за формулою (ф. 3.8):

$$РІП_o = \sum_{t=1}^{n} РЕО_i \times ЗЕО_i \ , \qquad (3.8)$$

де $РІП_o$ – інтегральний ранговий показник інвестиційної привабливості;

$РЕО_i$ – середній ранговий показник за елементом оцінки;

$ЗЕО_i$ – вагомість відповідного елементу у загальної оцінці галузі.

Рекомендовано для першого напряму оцінка $ЗЭО_i$=0,2, для другого =0,65, для третього=0,15.

Отже за даною методикою спочатку визначається ранова значимість галузі за кожним елементом оцінки. Рангова значимість диференціюється на основі експертної оцінки в залежності від впливу кожного елементу.

За оцінками експертів інвестиційна привабливість галузей України останнім часом можна розподілити на чотири групи (табл. 3.2).

Таблиця 3.2 – Інвестиційна привабливість галузей народного господарства України в сучасних умовах

Групи галузей за інвестиційною привабливістю	**Перелік галузей промисловості за окремими групами**
1. Пріоритетні за рівнем інвестиційної привабливості	1.1. Металургія (кольорова і чорна) 1.2. Обслуговування населення 1.3. Торгівля
2. З Достатньо високою інвестиційною привабливістю	2.1. Нафтодобувна і газова промисловість 2.2. Машинобудування і металообробка 2.3. Цементна промисловість 2.4. Виноробна промисловість
3. З середньою інвестиційною привабливістю	3.1. Хімічна і нафтохімічна промисловість 3.2. Виробництво збірного залізобетону 3.3. Вовняна промисловість 3.4. Виробництво плодоовочевих консервів 3.5. Масложирова промисловість
4. З низькою інвестиційною привабливістю	4.1. Вугільна промисловість 4.2. Електроенергетика

Аналізуючи галузеву привабливість України по наведених групах факторів, можна зробити висновок, що в даний час найбільш інтенсивні інвестиційні процеси повинні спостерігатись у високорентабельних сферах, що не потребують значних вкладень капіталу при забезпеченні його швидкої віддачі. Це, насамперед, сфера внутрішньої торгівлі, обслуговування, металургія переробка сільськогосподарської продукції, легка промисловість.

Питання для перевірки знань

1. Охарактеризуйте інвестиційний ринок.
2. Охарактеризуйте види та сегменти інвестиційного ринку.
3. Що таке інвестиційні товари?
4. Що розуміють під поняттям первинний і вторинний інвестиційний ринки?
5. Основні етапи дослідження інвестиційного ринку.
6. Які макроекономічні показники оцінюють розвиток інвестиційного ринку?

7. Види прогнозування розвитку інвестиційного ринку, їх коротка характеристика.
8. Методи прогнозування кон'юнктури інвестиційного ринку.
9. Що таке інвестиційна привабливість?
10. Які основні елементи оцінки інвестиційної привабливості окремих галузей?
11. За якими показниками оцінюють інвестиційну привабливість окремих галузей? Методи дослідження.
12. За якими показниками оцінюють інвестиційну привабливість окремих регіонів? Методи дослідження.

Рекомендована література для вивчення теми: [7, 8, 11, 14-19, 21, 23]

ТЕМА 4. РОЗРОБКА ІНВЕСТИЦІЙНОЇ СТРАТЕГІЇ

4.1. Сутність інвестиційної стратегії.

4.2. Основні етапи розробки інвестиційної стратегії

4.3. Інвестиційна привабливість підприємства як інструмент в управлінні інвестиціями

4.1. Сутність інвестиційної стратегії

Здійснення підприємством інвестиційної діяльності є переважно довготерміновим, тому виникає необхідність обов'язкового урахування її перспективної спрямованості. Безпосередньо у процесі розробки ***інвестиційної стратегії*** підприємства слід передбачати формування напрямків інвестиційної діяльності, системи її довготермінових цілей та вибір найефективніших шляхів їх досягнення з урахуванням можливих змін ринкової кон'юнктури та загальної перспективи на термін не менше трьох – п'яти років тощо.

Інвестиційна стратегія розробляється в межах обраної підприємством загальної економічної стратегії господарської діяльності й виступає одним з найголовніших факторів забезпечення ефективного розвитку підприємства, оскільки дає змогу приймати оптимальні управлінські рішення в умовах постійної зміни зовнішнього та внутрішнього середовища.

Поняття “інвестиційна стратегія” в сучасній економічній літературі тлумачиться як формування системи довгострокових цілей інвестиційної діяльності і вибір найефективніших шляхів їх досягнення. Інвестиційна стратегія визначає можливості поліпшення результатів господарювання суб’єкта за допомогою інвестицій, тобто окреслює напрями інвестування з метою одержання прибутку і збільшення власних активів. Згідно з обраною стратегією інвестор оцінює альтернативні інвестиційні проекти, провадить їх техніко-економічне обґрунтування, селекціонування, відбираючи найперспективніші, і формує з останніх відповідні інвестиційні портфелі.

Така *стратегія* звичайно називається *активною* або *агресивною*, максимально спрямованою на прибуток. Противагою активній стратегії є пасивна, за якої інвестор прагне забезпечити шляхом використання інвестицій, у кращому випадку, непогіршення показників своєї господарської діяльності.

Інвестиційна стратегія суб’єкта господарювання звичайно формується в спеціальному письмовому документі, який містить вказівки інвестиційним менеджерам стосовно придбання і продажу тих чи інших активів залежно від кон’юнктури ринку, структури портфеля, послідовності інвестиційних рішень.

Інвестиційна стратегія визначає: головні цілі інвестиційної політики щодо дохідності, ліквідності, ризику та зростання капіталу; відповідальних за проведення політики та їх обов’язки; рекомендації стосовно складу активів інвестиційного портфеля, видів цінних паперів, їх інвестиційних якостей; умови придбання та продажу активів, строків їх зберігання і переміщення з одного портфеля в інший; правила обліку, додержання нормативів, звітності,

комп’ютерного забезпечення; способи управління інвестиційним портфелем та підтримки відповідних пропорцій між первинним і вторинним резервами цінних паперів (активів), їх використання суворо за призначенням.

Залежно від типу інвестора – фінансово-кредитна установа (інституційний інвестор) або підприємство (компанія) – визначаються форми інвестування і пріоритетність цілей інвестиційної стратегії. Так, *інвестиційна стратегія компанії* передбачає насамперед запровадження реальних інвестиційних проектів і формування портфелів такого типу. Ця форма інвестування забезпечує підприємству швидкий розвиток та освоєння нових видів продукції і розширення ринків збуту. Фінансові інвестиції здійснюються підприємством на високій стадії розвитку. Така компанія формує портфель цінних паперів з боргових інструментів та інструментів власності з метою поширення впливу на ринок, підвищення конкурентоспроможності.

Фінансово-кредитні установи розроблюють, як правило, стратегію управління портфелем цінних паперів, але можуть опрацьовувати і спільну стратегію щодо реальних інвестиційних проектів, якщо входять до складу промислово-фінансових груп або консорціумів.

Інвестиційна стратегія інституційного інвестора повинна бути спрямована на підтримку відповідних пропорцій між первинним і вторинним резервами активів у складі портфеля. Таким чином, інвестиційна стратегія має передбачати мінімальне використання активів вторинного, а тим паче первинного резервів для покращення фінансового стану, адже продаж цих паперів звичайно здійснюється за номінальною вартістю або нижче від номіналу.

Згідно з розробленою стратегією інвестор прагне оптимізувати свій портфель таким чином, щоб забезпечити досягнення всіх стратегічних цілей шляхом найпридатніших поєднань усіх чинників.

Процес розробки інвестиційної стратегії є найважливішої складовою частиною загальної системи стратегічного вибору підприємства, основними елементами якого є місія, загальні стратегічні цілі розвитку, система функціональних стратегій у Розрізі окремих видів діяльності, способи формування й розподілу ресурсів. При цьому інвестиційна стратегія перебуває в певній співпідпорядкованості з іншими елементами стратегічного вибору підприємства. Ієрархія такої співпідпорядкованості в загальному виді представлений на рис. 4.1.

Розуміння взаємозв'язку інвестиційної стратегії з іншими найважливішими елементами стратегічного вибору підприємства дозволяє більш ефективно будувати процес її розробки.

Актуальність розробки інвестиційної стратегії підприємства Обділяється рядом умов.

Найважливішим з таких умов є *інтенсивність змін факторів зовнішнього інвестиційного середовища.* Висока динаміка основних макроекономічних показників, пов'язаних з інвестиційної активністю підприємств, темпи технологічного прогресу, часті коливання кон'юнктури інвестиційного ринку, мінливість державної інвестиційної політики й форм регулювання

інвестиційної діяльності не дозволяють ефективно управляти інвестиціями підприємства на основі лише раніше накопиченого досвіду й традиційних методів інвестиційного менеджменту. У цих умовах відсутність розробленої інвестиційної стратегії, адаптованої до можливих змін факторів зовнішнього інвестиційного середовища, може привести до того, що інвестиційні рішення окремих структурних підрозділів підприємства будуть носити різноспрямований характер, приводити до виникнення протиріч і зниженню ефективності інвестиційної діяльності в цілому.

Рис. 4.1. Взаємозв’язок інвестиційної стратегії з іншими елементами стратегічного вибору підприємства

Однією з умов, що визначають *актуальність розробки інвестиційної стратегії підприємства, є його майбутній перехід до нової стадії життєвого циклу.* Кожної зі стадій життєвого циклу підприємства властиві характерні їй рівень інвестиційної активності, напрямки й форми інвестиційної діяльності, особливості формування інвестиційних ресурсів. Розроблювальна інвестиційна стратегія дозволяє завчасно адаптувати інвестиційну діяльність підприємства до майбутніх кардинальних змін можливостей його економічного розвитку.

Істотною умовою, що визначає актуальність розробки інвестиційної стратегії, є *кардинальна зміна цілей операційної діяльності підприємства*, пов'язане з новими комерційними можливостями. Реалізація таких вимагає зміни виробничих асортиментів, впровадження нових виробничих технологій, освоєння нових ринків збуту продукції та ін. У цих умовах істотне зростання інвестиційної активності підприємства й диверсифікованість форм його інвестиційної діяльності повинні носити прогнозований характер, забезпечуваний розробкою чітко сформульованої інвестиційної стратегії.

Розробка інвестиційної стратегії підприємства на сучасному етапі базується на методологічних підходах нової концепції управління –

"стратегічного управління", яка активно впроваджується з початку 70-х років у корпораціях США й більшості країн Західної Європи. Концепція стратегічного управління відбиває чітке стратегічне позиціювання підприємства (включаючи й інвестиційну його позицію), представлене в системі принципів і цілей його функціонування, механізмі взаємодії суб'єкта й об'єкта управління, характері взаємин між елементами господарської й організаційної структури й формах адаптації до умов зовнішнього середовища, що змінюються.

Розробка інвестиційної стратегії є тільки першим етапом процесу управління інвестиційною діяльністю підприємства. Подальшої конкретизації вона набуває у процесі розробки тактики управління інвестиційною діяльністю – середньотермінового управлінського процесу, що безпосередньо відображається у формуванні інвестиційного портфеля підприємства.

Основними принципами інвестиційної стратегії є:

1. Розгляд підприємства як відкритої соціально-економічної системи, здатної до самоорганізації.
2. Врахування базових стратегій інвестиційної операційної діяльності.
3. Орієнтація на підприємницький стиль інвестиційного управління.
4. Забезпечення перспективного, поточного та операційного управління інвестиційною діяльністю.
5. Забезпечення адаптивності інвестиційної стратегії до змін факторів зовнішнього інвестиційного середовища.
6. Забезпечення альтернативності стратегічного інвестиційного вибору.
7. Впровадження результатів НТП у інвестиційній діяльності підприємства.
8. Оцінка та облік рівня інвестиційного ризику у процесі прийняття стратегічних інвестиційних рішень.
9. Наявність професійного апарату інвестиційних менеджерів.
10. Відповідність організаційної структури управління інвестиційною діяльністю підприємства завданням його розвитку.

Як уже зазначалося, інвестиційна стратегія підприємства орієнтована переважно на досягнення довготермінових цілей, проте необхідність узгодження всіх конкретних управлінських рішень, що приймаються, при формуванні інвестиційного портфеля та реалізації інвестиційних програм і проектів вимагає включення до інвестиційної стратегії також окремих середньотермінових і навіть короткотермінових (до 1 року) елементів.

4.2. Основні етапи розробки інвестиційної стратегії. Методи розробки інвестиційної стратегії

Інвестиційний портфель формується у межах стратегічних рішень та поточних фінансових можливостей підприємства. У свою чергу оперативне управління реалізацією окремих інвестиційних програм та проектів здійснюється безпосередньо в межах процесу тактичного управління інвестиційною діяльністю підприємства.

Процес формування інвестиційної стратегії підприємства являє собою спеціальні дослідження з типовими процедурами, орієнтований перелік яких наводиться на рис. 4.2. Розглянемо основні етапи розробки інвестиційної стратегії підприємства.

Рис. 4.2. Етапи розробки інвестиційної стратегії підприємства

I. Вихідним пунктом формування інвестиційної стратегії є аналіз поточного стану підприємства, його сильних та слабких сторін, що визначають особливості інвестиційної діяльності, а також аналіз макроекономічного середовища та зовнішніх умов здійснення інвестиційної діяльності.

II. Визначення загального періоду формування інвестиційної стратегії підприємства залежить від низки умов. По-перше, необхідно врахувати загальну передбачуваність економічного розвитку країни в цілому та інвестиційного ринку зокрема. Звернемо вашу увагу, що, як правило, у країнах з розвиненою ринковою економікою інвестиційна стратегія найбільших компаній розробляється на період 10–15 років, однак в умовах нестабільної перехідної економіки країни цей період не може перевищувати 3—5 років,

оскільки в окремих сферах інвестиційної діяльності іноді досить важко передбачити реальний розвиток подій на тривалу перспективу. Галузева належність підприємства є другою за важливістю умовою визначення періоду формування його інвестиційної стратегії.

Так, світовий досвід формування інвестиційної стратегії окремими підприємствами показує, що, наприклад, у США інституційні інвестори (інвестиційні фонди, компанії і т. ін.) розробляють свою інвестиційну стратегію на період понад 10 років (такий значний період пов'язаний насамперед з характером їхньої діяльності); підприємства, що здійснюють свою діяльність у сфері виробництва засобів виробництва та у видобувних галузях промисловості, як правило, не розробляють інвестиційну стратегію на період, більший ніж 5—10 років, оскільки на сучасному етапі розвитку економіки відбувається досить швидке моральне старіння обладнання і технологій; для підприємств, що здійснюють свою діяльність у сфері виробництва товарів народного споживання, роздрібної торгівлі та послуг населенню характерний зовсім короткий період (не перевищує 3—5 років).

Практика свідчить про доцільність застосування такої галузевої диференціації середнього періоду формування інвестиційної стратегії і на переважній більшості підприємств України. Необхідно також зазначити, що інвестиційна стратегія великих підприємств звичайно формується на більш тривалий період, оскільки результати їхньої інвестиційної діяльності та вплив на ринкову кон'юнктуру вважаються більш прогнозованими.

III. На основі результатів аналізу сильних і слабких сторін підприємства та макроекономічного середовища здійснюється визначення стратегічних цілей інвестиційної діяльності – це наступний етап розробки інвестиційної стратегії. Ці цілі формуються виходячи передусім із системи цілей загальної стратегії економічного розвитку підприємства. Як правило, найхарактернішими стратегічними цілями інвестиційної діяльності підприємства є такі: забезпечення приросту капіталу; зростання рівня дохідності інвестицій та доходу від інвестиційної діяльності; зміна пропорцій у формах реального та фінансового інвестування; зміна технологічної та відтворювальної структури капітальних вкладень; зміна галузевої та регіональної спрямованості інвестиційних програм тощо.

IV. Найбільш складним та відповідальним етапом формування інвестиційної стратегії підприємства є пошук ефективних шляхів реалізації стратегічних цілей інвестиційної діяльності. На цьому на основі проведення аналізу стратегічних альтернатив етапі визначаються стратегічні напрямки інвестиційної діяльності та розробляється відповідна стратегія формування інвестиційних ресурсів підприємства. Безпосередньо управлінню формуванням інвестиційних ресурсів буде спеціально присвячено наступний параграф посібника. Ефективна розробка стратегічної спрямованості інвестиційної діяльності ґрунтується на системі сформованих цілей і здійснюється шляхом послідовного визначення співвідношення різних форм інвестування на окремих етапах перспективного періоду; за галузевою та регіональною спрямованістю інвестиційної діяльності.

1. *Визначення співвідношення різних форм інвестування* для конкретних підприємств або компаній залежить передусім від функціональної спрямованості їхньої діяльності на окремих етапах перспективного періоду. Промислові підприємства інвестують кошти переважно у реальні активи, наприклад, шляхом здійснення капітальних вкладень, купівлі об'єктів приватизації тощо. Реальні інвестиції забезпечують підприємству порівняно високі темпи розвитку, оскільки в кінцевому підсумку сприяють освоєнню виробництва нових видів продукції, підвищенню її конкурентоспроможності, і тим самим – проникненню на нові ринки збуту. Якщо виникає необхідність встановлення контролю за діяльністю окремих підприємств-партнерів або навіть конкурентів, то послідовно скуповують їхні акції, тим самим збільшуючи обсяги фінансових інвестицій зацікавленого підприємства. Тимчасово вільні кошти названих підприємств також можуть бути вкладені у короткотермінові фінансові інвестиції.

Частка фінансових інвестицій великих компаній, як правило, є порівняно більшою, ніж у невеликих та середніх підприємств, інвестиційна діяльність яких більшою мірою пов'язана з реальними інвестиціями. Отже, залежно від стадії життєвого циклу та розміру підприємства, що здійснює виробничу діяльність, співвідношення різних форм інвестування істотно коливається у тривалій перспективі. Основною формою довготермінової інвестиційної діяльності інституційних інвесторів є інвестування в акції, облігації, ощадні сертифікати та інші фондові інструменти. Частка реального інвестування у таких компаній може коливатися тільки в межах, дозволених законодавством для кожної з цих груп інвесторів.

Оскільки ефективність реального інвестування істотно залежить від економічного стану в країні, то в умовах поганої ринкової кон'юнктури, частих змін податкового законодавства, нестабільності й непередбачуваності загального економічного розвитку, як правило, спостерігаються деякі тенденції до зміни співвідношень у формах інвестування на користь короткотермінових фінансових інвестицій. При цьому дохідність від таких інвестицій має бути достатньою, щоб компенсувати втрати, пов'язані з інфляційними явищами (тільки за цих умов фінансові інвестиції будуть вважатися ефективними). Таким чином, рівень інвестиційних ризиків у країні впливає як на кон'юнктуру окремих сегментів інвестиційного ринку, так і на співвідношення різних форм інвестування на підприємствах.

2. *Галузева спрямованість інвестиційної діяльності* визначається у межах загальної стратегії економічного розвитку підприємства. Оскільки найбільш складним завданням у процесі розробки інвестиційної стратегії є прогнозування інвестиційної діяльності підприємства на тривалу перспективу, визначати її галузеву спрямованість найдоцільніше в декілька етапів.

А. Спочатку необхідно дослідити ефективність галузевої концентрації інвестиційної діяльності. За сприятливих умов стратегія галузевої концентрації дає інвесторам змогу підвищити темпи виробничого розвитку підприємства, забезпечити збільшення його капіталу та підвищення загального рівня добробуту акціонерів. Проте, як відомо, концентрація на відміну від стратегії

диверсифікації пов'язана з більш високим ризиком банкрутства підприємства. її застосовують переважно тільки на перших двох стадіях життєвого циклу продукції (період новизни і сучасності продукції, коли є значний потенціал для зростання підприємства) та переважно у виробництві наукомісткої продукції (комп'ютерна техніка, комп'ютерні програми і т. ін.) або нової продукції для задоволення широкого кола споживачів. У міру задоволення потреби споживачів у продукції та її старіння на третій стадії життєвого циклу на зміну стратегії концентрації має прийти стратегія галузевої диверсифікації інвестиційної діяльності.

Б. На наступному етапі передбачається визначення напрямків диверсифікації інвестиційної діяльності підприємства в межах окресленої галузевої концентрації. Така диверсифікація (з обов'язковим урахуванням оцінки прогнозованого розвитку окремих галузей) безпосередньо пов'язана з формуванням стратегічних зон господарювання підприємства, що здійснюється ще у процесі розробки його загальної стратегії економічного розвитку. Зміст цього етапу полягає в тому, що підприємство, здійснюючи діяльність у низці суміжних галузей, об'єднаних спільним споживчим попитом, використовуваними сировиною або технологією, виокремлює певні самостійні господарюючі сегменти, або стратегічні зони господарювання, на яких лежить повна відповідальність за розробку асортименту конкурентоспроможної продукції та ефективність збутової стратегії.

В. Для великих та деяких середніх підприємств, що здійснюють свою діяльність упродовж тривалого періоду, актуальним є також дослідження доцільності різних форм диверсифікації інвестиційної діяльності в групах галузей, не пов'язаних між собою. На цьому етапі на основі оцінки прогнозованого розвитку окремих галузей (або їх груп) проводиться порівняння темпів перспективного розвитку та віддачі від інвестицій у традиційно вибраних підприємством галузях і можливості одержання більшої віддачі від інвестицій в інших галузях.

3. Регіональна спрямованість інвестиційної діяльності зумовлена розміром підприємства, тривалістю його функціонування та інвестиційною привабливістю окремих регіонів.

Можливості регіональної диверсифікації інвестиційної діяльності для малих та більшості середніх підприємств обмежені внаслідок недостатнього обсягу інвестиційних ресурсів. їхня діяльність у сфері реального інвестування переважно сконцентрована у межах одного регіону за місцем розташування інвесторів. Щодо фінансових інвестицій, то їх регіональна диверсифікація для таких підприємств у разі необхідності може бути врахована при формуванні портфеля фінансових інвестицій.

Збільшення потреби в регіональній диверсифікації інвестиційної діяльності виникає в міру становлення підприємства, його розвитку та розширення господарської діяльності, збільшення обсягів виробництва продукції, що, як правило, потребує значного часу, а отже, залежить від тривалості функціонування підприємства, стадії його життєвого циклу.

Визначаючи інвестиційну привабливість окремої сфери діяльності потрібно враховувати комплекс факторів, що становлять зовнішні умови інвестиційного проекту: важливість галузі (значення продукції для задоволення внутрішніх потреб країни, частка галузі або конкретної продукції у валовому внутрішньому продукті, основні споживачі продукції, частка експорту продукції, залежність галузі від імпорту); рівень конкуренції в галузі (наявність монополістів у галузі, особливості та потенційні можливості обсягів ринку збуту продукції, тощо); рівень державного втручання в розвиток галузі (включаючи можливість отримання податкових пільг, прискореної амортизації, державних субсидій та дотацій тощо); соціальна значущість сфери діяльності (кількість робочих місць, середня заробітна плата, діяльність профспілок, статистика страйків і збитків від них, регіональне розташування виробництв та екологічна безпека); фінансові умови роботи галузі (загальна прибутковість, середня рентабельність інвестицій, рівень галузевих інвестиційних ризиків, терміни оборотності активів, їх ліквідність, а також сталість галузі щодо загального економічного стану в країні).

Якщо цілі стратегічного розвитку підприємства виходять за межі певної країни, то визначаючи регіональну спрямованість реальних інвестицій доцільно використовувати рейтинги інвестиційної привабливості інших держав, розроблені незалежними міжнародними експертними організаціями.

V. Уточнення інвестиційної стратегії за періодами Ті реалізації. На цьому етапі визначаються послідовність і терміни розв'язання поставлених завдань, забезпечується їх синхронізація у часі з прогнозованими змінами кон'юнктури інвестиційного ринку, із загальними стратегічними цілями господарської діяльності підприємства; погоджуються у часі окремі напрямки інвестування між собою, а також із формуванням необхідних для цього інвестиційних ресурсів.

VI. Добір і оцінювання найбільш ефективних інвестицій них проектів, що відповідають розробленій інвестиційній стратегії здійснюється на основі сформованої підприємством інвестиційної політики щодо визначених напрямків інвестування. Раціональна реалізація інвестиційної політики є важливою запорукою успіху господарської діяльності підприємства.

Отже, **інвестиційна політика підприємства** становить частину його загальної інвестиційної стратегії, яка полягає у виборі й реалізації найбільш ефективних форм здійснення реальних і фінансових інвестицій (визначення оптимальних напрямків інвестування) з метою забезпечення високих темпів розвитку підприємства і розширення економічного потенціалу його господарської діяльності. На практиці за допомогою інвестиційної політики підприємство реалізує можливості щодо передбачення довготермінових тенденцій економічного розвитку та адаптації до них. Оскільки це здійснюється в реальному часі, то підприємство відповідним чином має враховувати до кон'юнктурних коливання та пристосовуватися до них.

Система формування інвестиційної політики наведена на рисунку 4.3.

VII. На останньому етапі процесу формування інвестиційної стратегії підприємства необхідно оцінити розроблену стратегію щодо Ті

результативності на основі розрахунків очікуваної прибутковості, рівня ризиковості та фінансового стану підприємства у прогнозованому періоді, інших показників, що характеризують діяльність підприємства та його привабливість на ринку. Необхідно також дослідити узгодженість інвестиційної стратегії підприємства із загальною стратегією його економічного розвитку, наявним ресурсним потенціалом та умовами зовнішнього середовища, оцінити внутрішню збалансованість інвестиційної стратегії.

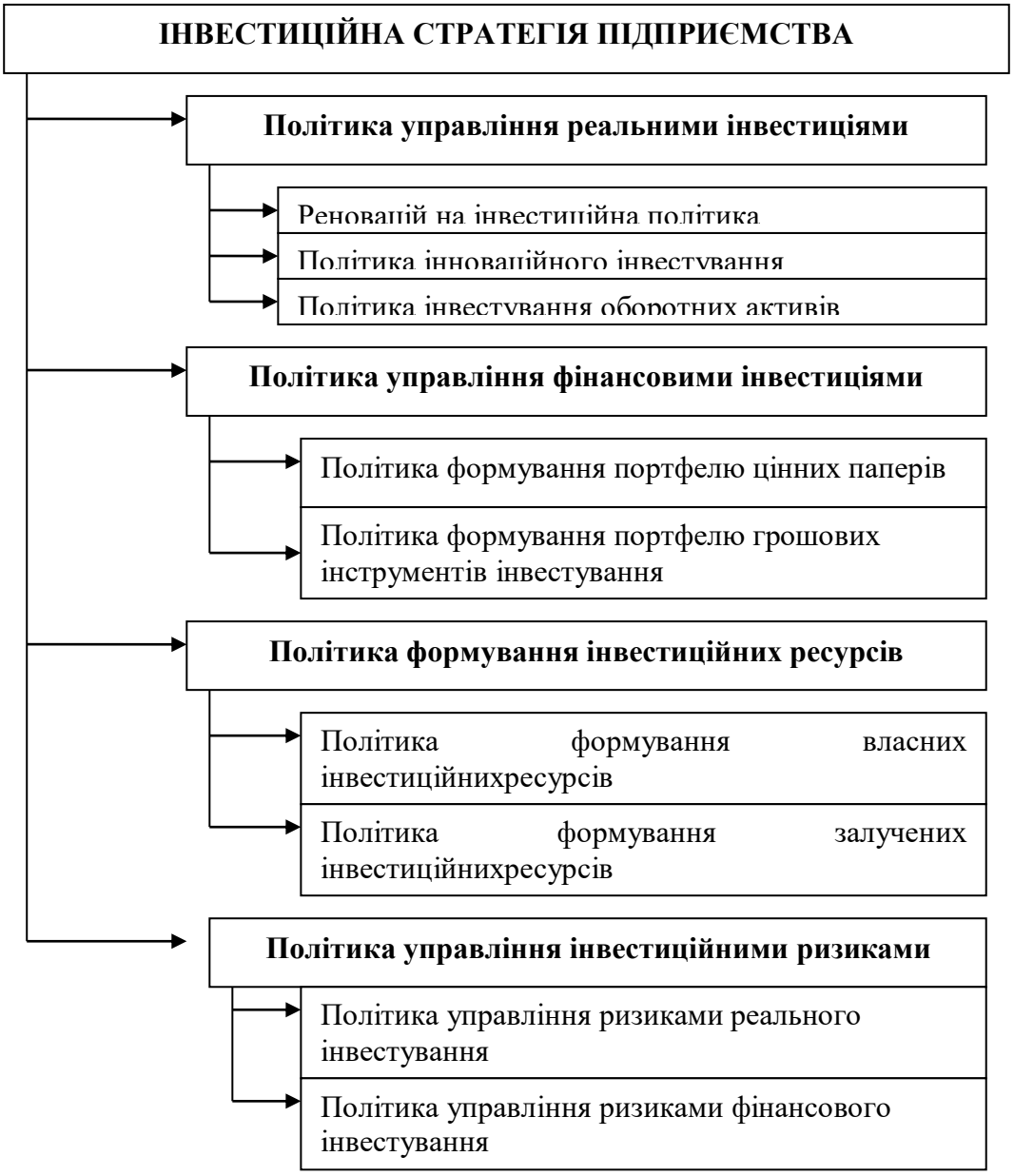

Рис. 4.3. Система формування інвестиційної політики підприємства

Методи розробки інвестиційної стратегії.

Стратегічне управління інвестиційною діяльністю носить цільовий характер, тобто передбачає постановку й досягнення певних цілей. Будучи чітко вираженими, стратегічні цілі стають потужним засобом підвищення

ефективності інвестиційної діяльності в довгостроковій перспективі, її координації й контролю, а також базою для прийняття управлінських рішень на всіх стадіях інвестиційного процесу.

Стратегічні цілі інвестиційної діяльності підприємства являють собою описані у формалізованому виді бажані параметри його стратегічної інвестиційної позиції, що дозволяють направляти цю діяльність у довгостроковій перспективі й оцінювати її результати.

Формування стратегічних цілей інвестиційної діяльності повинне відповідати певним вимогам:

1. *Підпорядкованість головної мети інвестиційного менеджменту*. Стратегічні цілі інвестиційної діяльності розробляються для реалізації в довгостроковій перспективі головної мети інвестиційного менеджменту – максимізації добробуту власників підприємства. Система конкретних цілей інвестиційної стратегії формується в підтримку цієї головної мети й повинна відповідати її економічній природі.

2. *Орієнтація на високий результат інвестиційної діяльності*. Кожна зі стратегічних цілей повинна носити стимулюючий характер для інвестиційних менеджерів, викликати прагнення до їх досягнення, забезпечувати найбільш повне використання інвестиційного потенціалу підприємства.

3. *Реальність (досяжність).* Хоча в основі розробки стратегічних інвестиційних цілей лежить ідеальна уява або бажаний образ стратегічної інвестиційної позиції підприємства, їх необхідно свідомо обмежувати за критерієм реальної досяжності з урахуванням факторів зовнішнього інвестиційного середовища і внутрішнього інвестиційного потенціалу.

4. *Вимірність.* Кожна з формованих стратегічних інвестиційних цілей повинна бути виражена в конкретних показниках. Реалізація цієї вимоги в процесі формування стратегічних цілей дозволяє використати їх у системі планування (нормування) основних параметрів інвестиційної діяльності, диференціювати за окремими інтервалами стратегічного періоду, використовувати у якості критеріїв оцінки результатів реалізації інвестиційної стратегії підприємства.

5. *Однозначність трактування*. Кожна зі стратегічних інвестиційних цілей повинна однозначно і ясно сприйматися усіма менеджерами, пов'язаними з її реалізацією, Ця вимога забезпечується чітким встановленням стратегічного періоду (або окремими його інтервалами), диференціацією за різними об'єктами стратегічного управління, зі порівнянною системою одиниць виміру кількісних значень й інших факторів, що забезпечують ясність сприйняття стратегічних цілей.

6. *Наукова обґрунтованість*. У процесі формування стратегічних інвестиційних цілей повинні бути враховані об'єктивні економічні закони, що визначають рівень інвестиційної активності підприємств й ефективність його інвестиційної діяльності; використаний сучасний методологічний апарат реальної оцінки окремих параметрів інвестиційного процесу; визначена система взаємозв'язків і взаємозалежності окремих цілей.

7. *Підтримка.* Система стратегічних інвестиційних цілей повинна бути вибудувана таким чином, щоб реалізація одних із цих цілей забезпечувала б успішну реалізацію інших. У цих цілях необхідно ранжувати всі стратегічні цілі за рівнем їх пріоритетності, підрозділяючи їх на прямі й підтримуючі в загальній ієрархії.

8. *Гнучкість*. Ця вимога визначає можливість коректування системи стратегічних інвестиційних цілей у цілому або від окремих кількісних параметрів кожної з них під впливом зміни факторів зовнішнього інвестиційного середовища або параметрів внутрішнього інвестиційного потенціалу. Зовнішня гнучкість системи стратегічних цілей повинна забезпечувати мінімізацію негативного впливу окремих факторів на ефективність інвестиційної діяльності або швидку реалізацію нових інвестиційних можливостей, а внутрішня їхня гнучкість – швидку маневреність в використання інвестиційного потенціалу підприємства (у першу чергу, власних інвестиційних ресурсів).

Формування стратегічних цілей інвестиційної діяльності вимагає попередньої їхньої класифікації за певними ознаками. З позицій інвестиційного менеджменту ця класифікація стратегічних цілей (рис. 4.4).

1. За *видами очікуваного ефекту*.

Економічні цілі інвестиційної стратегії прямо з формуванням інвестиційного доходу або досягненням інших економічних результатів інвестиційної діяльності у перспективі.

Позаекономічні цілі інвестиційної стратегії пов'язані з рішенням соціальних завдань, забезпеченням екологічної безпеки, підвищенням статусу й репутації підприємства та ін. Хоча реалізація цих стратегічних цілей не пов'язана прямо з очікуванням інвестиційного прибутку, їхній непрямий вплив на формування цього прибутку може бути досить відчутним.

2. *За функціональними напрямками інвестиційної діяльності*.

Стратегічні цілі реального інвестування. Такі мети визначаються по галузевій і регіональній спрямованості реальних інвестицій, основним їхнім формам, найважливішим кінцевим результатам. Система цих цілей повинна бути взаємозалежна зі стратегічними цілями розвитку операційної діяльності підприємства.

Стратегічні цілі фінансового інвестування. У системі цих цілей визначаються перспективи придбання контрольного пакета акцій інших підприємств, основні цільові параметри формування портфеля фінансових інвестицій.

Стратегічні цілі формування інвестиційних ресурсів У системі цих цілей визначаються звичайно темпи формування власних інвестиційних ресурсів, цільові параметри структури формованих ресурсів, а також середньозваженої їхньої вартості.

3. За *об'єктами стратегічного управління*.

Стратегічні цілі підприємства в цілому. У загальній системі стратегічних цілей інвестиційної діяльності вони відіграють визначальну роль і займають, як правило, основне місце.

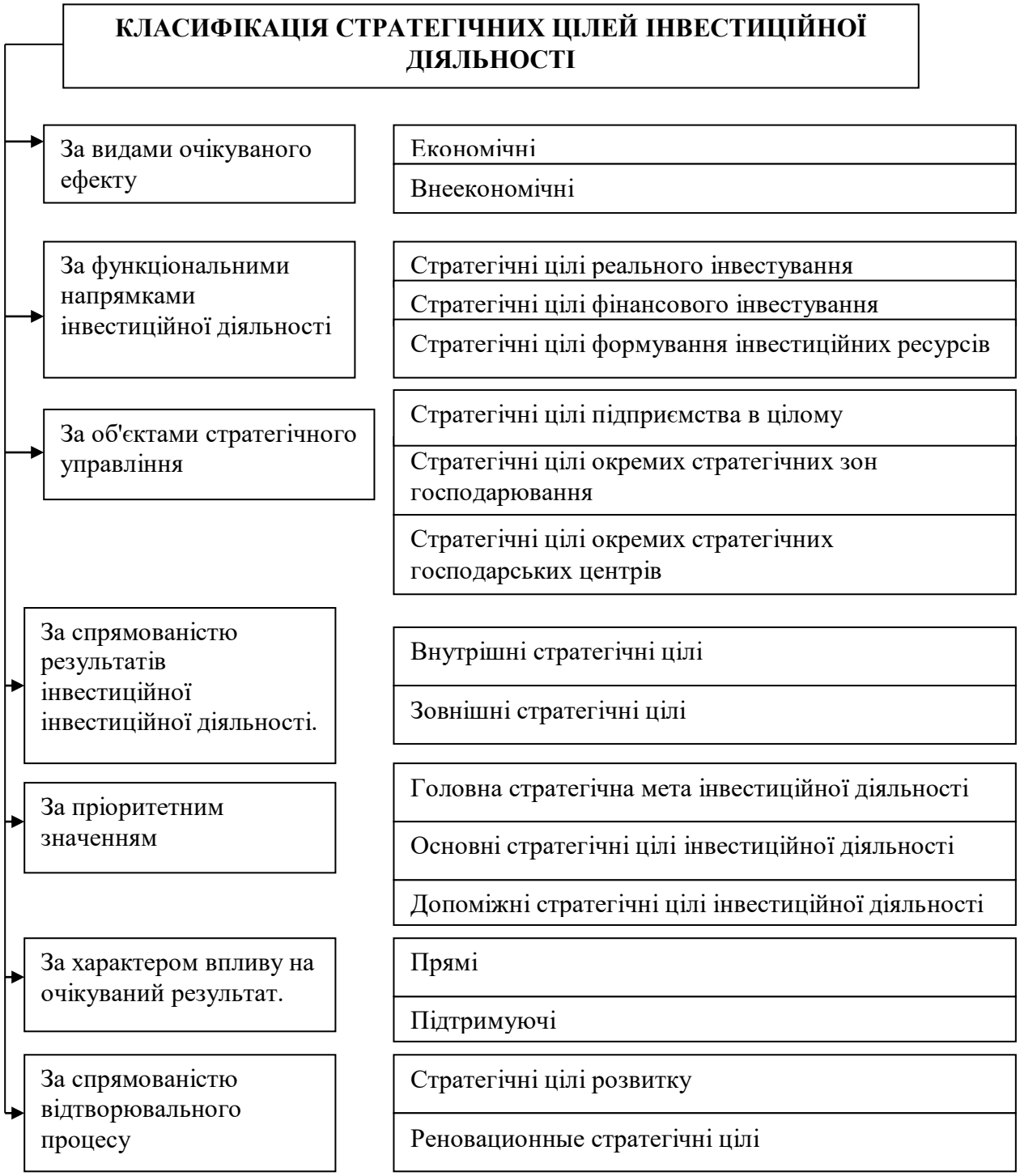

Рис. 4.4. Класифікація стратегічних цілей інвестиційного менеджменту

Стратегічні цілі окремих стратегічних зон господарювання. Інвестиційні цілі цієї групи пов'язані з формуванням, розвитком і забезпеченням ефективної діяльності стратегічних об'єктів у структурі підприємства.

Стратегічні цілі окремих стратегічних господарських центрів. Такі цілі пов'язані з інвестиційною підтримкою формування й розвитку "центрів відповідальності" різних типів, у першу чергу, "центрів інвестицій".

4. *За спрямованістю результатів інвестиційної інвестиційної діяльності*.

Внутрішні стратегічні цілі. Вони визначають напрямки розвитку внутрішніх інвестицій підприємства, що забезпечують, як правило, різні цілі операційної діяльності підприємства, рішення найбільш важливих проблем соціального розвитку персоналу та ін.

Зовнішні стратегічні цілі. Система цих цілей визначає напрямки та очікувані результати розвитку зовнішніх інвестицій підприємства, як вітчизняних так і закордонних.

5. *За пріоритетним значенням*.

Головна стратегічна мета інвестиційної діяльності. Як правило, вона тотожна головній меті інвестиційного менеджменту. Разом з тим, її формулювання може носити більше розгорнутий характер з урахуванням особливостей інвестиційної діяльності окремого підприємства.

Основні стратегічні цілі інвестиційної діяльності. У цю групу входять найбільш важливі стратегічні цілі, безпосередньо спрямовані на реалізацію головної мети інвестиційної діяльності в розрізі основних її аспектів.

Допоміжні стратегічні цілі інвестиційної діяльності. До складу цієї групи входять усі інші економічні й позаекономічні цілі інвестиційної діяльності підприємства.

6. За *характером впливу на очікуваний результат.*

Прямі стратегічні цілі. Вони прямо пов'язані з кінцевими результатами інвестиційної діяльності. До них відносяться головна стратегічна мета й найважливіші з основних стратегічних цілей.

Підтримуючі стратегічні цілі. Ця група стратегічних цілей спрямована на забезпечення реалізації прямих стратегічних цілей у процесі інвестиційної діяльності. До цілей цієї групи можуть бути віднесені використання нових інвестиційних технологій, перехід до нової організаційної структури управління інвестиційною діяльністю, формування інвестиційної культури тощо.

7. За спрямованістю відтворювального процесу.

Стратегічні цілі розвитку. До їхнього числа відносять такі цілі інвестиційної діяльності, які спрямовані на забезпечення приросту активів або власного капіталу підприємства (тобто пов’язані із процесом "чистого капіталоутворення").

Реноваційні стратегічні цілі. Забезпечують своєчасну заміну амортизуємих основних засобів і нематеріальних активів у межах простого їхнього відтворення.

З урахуванням розглянутих принципів класифікації організується ***процес формування стратегічних цілей інвестиційної діяльності підприємства***. Цей процес здійснюється по наступних основних етапах (рис. 4.5).

1. Ретроспективний аналіз тенденцій розвитку основних результативних показників інвестиційної діяльності в зв’язку зі динамікою факторів зовнішнього інвестиційного середовища й параметрами внутрішнього інвестиційного потенціалу підприємства. Основне завдання такого аналізу

полягає у виявленні закономірностей й особливостей розвитку найважливіших параметрів інвестиційної діяльності окремих об'єктів стратегічного управління й установленні ступеня впливу на них різних зовнішніх і внутрішніх факторів. При стабільному стані окремих факторів зовнішнього інвестиційного середовища період проведення ретроспективного аналізу може бути обмежений 2–3 роками (в умовах його нестабільності цей період повинен відповідати встановленої стратегії).

Рис. 4.5. Зміст і послідовність етапів формування стратегічної інвестиційної діяльності підприємства

2. Формулювання головної стратегічної мети інвестиційної діяльності підприємства. На цьому етапі раніше розглянута головна мета інвестиційного менеджменту конкретизується в окремому показникові й одержує кількісне значення. Наприклад, головна стратегічна мета інвестиційної діяльності може бути визначена в такий спосіб: "забезпечити за рахунок ефективної інвестиційної діяльності ріст власного капіталу до кінця стратегічного періоду у два рази".

3. Визначення бажаних і можливих тенденцій розвитку окремих показників інвестиційної діяльності, забезпечує досягнення її головної мети. У процесі цього етапу визначаються основні параметри розвитку даної діяльності підприємства, що забезпечує реалізацію її головної мети, можуть бути підтримані за рахунок сприятливих умов майбутньої динаміки зовнішніх і внутрішніх факторів.

4. Визначення небажаних, але можливих тенденцій розвитку окремих результатів інвестиційної діяльності, які перешкоджають досягненню її головної мети. Головним завданням цього етапу є виявлення несприятливого впливу окремих зовнішніх і внутрішніх факторів у процесі їхньої майбутньої динаміки на реалізацію головної стратегічної мети інвестиційної діяльності підприємства. Така детермінація можливих погроз забезпеченню реалізації головної мети дозволяє завчасно вжити заходів по нейтралізації негативного впливу окремих факторів, відбивши їх у системі цілей інвестиційної стратегії.

5. Облік об'єктивних обмежень у досягненні бажаних параметрів стратегічної інвестиційної позиції підприємства. В основі первісних підходів до формування стратегічних інвестиційних цілей лежить ідеальна уява або бажаний образ стратегічної інвестиційної позиції підприємства. Однак, підприємство аж ніяк не вільно у виборі своїх інвестиційних цілей, що відповідає його ідеальної стратегічної інвестиційної позиції. Воно може вільно обирати інвестиційну ідеологію, показник головної стратегічної мети інвестиційної мети, і навіть систему основних стратегічних позаекономічних цілей інвестиційної діяльності. Що ж стосується системи стратегічних економічних цілей цієї діяльності, вони визначаються з обліком об'єктивних обмежень (розмір підприємства, обсяг інвестиційних ресурсів), не контрольованих інвестиційними менеджерами підприємства.

6. Формування системи основних стратегічних цілей інвестиційної діяльності, що забезпечують досягнення її головної мети. Визначення бажаних і небажаних тенденцій розвитку інвестиційної діяльності, а також облік об'єктивних обмежень у процесі формування стратегічної інвестиційної позиції підприємства дозволяють сформувати систему основних стратегічних цілей інвестиційної діяльності. Систему цих цілей варто формулювати чітко й коротко, відбиваючи кожну з них у окремих показниках – цільових стратегічних нормативах. У якості найважливіших із цієї групи цілей (цільових стратегічних нормативів) можуть бути встановлені:

– темп росту загального обсягу інвестиційної діяльності в стратегічній перспективі (загальний або середньорічний);

– співвідношення обсягів реального й фінансового інвестування підприємства;

– мінімально прийнятний рівень поточного інвестиційного доходу;

– мінімально прийнятний темп приросту капіталу, що інвестується в довгостроковій перспективі;

– гранично припустимий рівень інвестиційного ризику;

– структура капіталу підприємства, що інвестується Всі перераховані цільові нормативи прямо забезпечують реалізацію головної стратегічної мети інвестиційної діяльності підприємства.

7. Формування системи допоміжних підтримуючих цілей, що включають в інвестиційну стратегію підприємства. Система цих цілей спрямована на забезпечення реалізації ряду стратегічних цілей інвестиційної діяльності зі специфіку цієї діяльності. Допоміжні цілі можуть бути виражені в цільових стратегічних нормативах (граничний рівень ліквідності об'єктів реального інвестування або портфеля фінансових інвестицій, мінімізація рівня оподатковування інвестиційної діяльності, співвідношення обсягів внутрішніх і зовнішніх інвестицій підприємства тощо)

8. Взаємозв’язок всіх стратегічних цілей і побудова "дерева цілей" інвестиційної стратегії підприємства. Головна, основні й допоміжні стратегічні цілі розглядаються як єдина комплексна система й тому вимагають чіткого взаємозв’язку з урахуванням їх пріоритетності й рангової значимості. Основою цього методичного прийому лежить графічне відбиття взаємозв’язку й підпорядкованості різних цілей діяльності.

9. Остаточна індивідуалізація всіх стратегічних цілей інвестиційної діяльності підприємства з урахуванням вимог реалізації. На цьому етапі перевіряються коректність формування окремих цілей з урахуванням їх взаємозв'язків. У процесі цієї конкретизації забезпечується динамічність подання системи цільових стратегічних нормативів інвестиційної діяльності, а також їх зовнішня й внутрішня синхронізація в часі.

Зовнішня синхронізація передбачає узгодження в часі розроблених цільових показників інвестиційної діяльності з показниками загальної стратегії розвитку підприємства, а також із прогнозованими змінами параметрів зовнішньої інвестиційному середовища.

Внутрішня синхронізація передбачає узгодження в часі всіх цільових стратегічних нормативів інвестиційної діяльності між собою.

Розроблена система цілей служить критерієм оцінки успіху або невдачі реалізації інвестиційної стратегії підприємства в майбутньому періоді.

Розробка стратегічних напрямків інвестиційної діяльності підприємства базується на системі цілей цієї діяльності. У процесі розробки послідовно вирішуються наступні завдання:

1. Визначення співвідношення різних форм інвестування на окремих етапах перспективного періоду.

2. Визначення галузевої спрямованості інвестиційної діяльності.

3. Визначення регіональної спрямованості інвестиційної діяльності

Визначення співвідношення різних форм інвестування на окремих етапах перспективного періоду залежить від ряду факторів: функціональної спрямованості діяльності підприємства, стадії життєвого циклу підприємства, розміру підприємства, характеру стратегічних змін операційної діяльності, прогнозованої ставки проценту на фінансовому ринку, прогнозований темп інфляції.

Оцінка результативності інвестиційної стратегії, розробленої підприємством, здійснюється за наступними основними параметрами:

1. Погодженість інвестиційної стратегії підприємства із загальною стратегією його розвитку. У процесі такої оцінки виявляється ступінь погодженості цілей, напрямків й етапів у реалізації цих стратегій.

2. Погодженість інвестиційної стратегії підприємства з передбачуваними змінами зовнішнього інвестиційного середовища. У процесі цієї оцінки визначається наскільки розроблена інвестиційна стратегія відповідає прогнозованому розвитку економіки країни й змінам кон'юнктури інвестиційного ринку в окремих його сегментах.

3. Погодженість інвестиційної стратегії підприємства з його внутрішнім потенціалом. Така оцінка дозволяє визначити, ^скільки обсяги, напрямки й форми інвестиційної стратегії взаємозалежні з можливостями формування внутрішніх інвестиційних ресурсів, кваліфікацією інвестиційних менеджерів, організаційною структурою управління інвестиційною діяльністю, інвестиційною культурою й іншими параметрами внутрішнього інвестиційного потенціалу.

4. Внутрішня збалансованість інвестиційної стратегії. При проведенні такої оцінки визначаються наскільки погоджені між собою окремі цілі й цільові стратегічні нормативи інвестиційної діяльності; наскільки ці цілі перекликаються зі змістом інвестиційної політики за окремими аспектами інвестиційної діяльності; наскільки погоджені між собою за напрямками і в часі заходу щодо забезпечення її реалізації.

5. Реалізуємість інвестиційної стратегії. У процесі такої оцінки в першу чергу розглядаються потенційні можливості підприємства у формуванні необхідного обсягу інвестиційних ресурсів із всіх джерел і у всіх формах; наскільки технологічно обрані для реалізації інвестиційних проектів, чи є на інвестиційному ринку достатній перелік фінансових інструментів, що забезпечують формування ефективно інвестиційного портфеля; які організаційні й технічні можливості успішної реалізації обраної інвестиційної стратегії.

6. Прийнятність рівня ризиків, пов'язаних з реалізацією інвестиційної стратегії. У процесі такої оцінки необхідно визначити, наскільки рівень прогнозованих інвестиційних ризиків, пов'язаних з діяльністю підприємства, забезпечує достатня фінансова рівновага в процесі його розвитку й відповідає інвестиційному менталітету його власників і відповідальних інвестиційних менеджерів. Крім того, необхідно оцінити, наскільки рівень цих ризиків допустимо для інвестиційної діяльності даного підприємства з позицій можливого розміру фінансових втрат і генерування погрози банкрутства.

7. Економічна ефективність реалізації інвестиційної стратегії. Оцінка економічної ефективності інвестиційної стратегії здійснюється, насамперед , на основі прогнозних розрахунків раніше розглянутої системи основних інвестиційних коефіцієнтів і заданих цільових стратегічних нормативів, зіставлений з базовим їхнім рівнем.

8. Зовнішньоекономічна ефективність реалізації інвестиційної стратегії. У процесі такої оцінки враховуються ріст ділової репутації підприємства, підвищення рівня керованості інвестиційною діяльністю структурних його підрозділів (при створенні "центрів інвестицій"); підвищення рівня матеріальної й соціальної задоволеності інвестиційних менеджерів (за рахунок ефективної системи їхнього матеріального стимулювання за результати інвестиційної діяльності; більше високого рівня технічного оснащення їхніх робочих місць та ін.).

При позитивних результатах оцінки розробленої інвестиційної стратегії, що відповідають обраним критеріям і менталітету інвестиційного поводження, вона приймається підприємством до реалізації.

4.3. Інвестиційна привабливість підприємства як інструмент в управлінні інвестиціями

Інвестиційна привабливість підприємства характеризується сукупністю показників його фінансово-економічного стану, на основі аналізу яких потенційний інвестор може прийняти управлінське рішення щодо доцільності вкладення вільних засобів у розвиток цього підприємства без значного ризику їх втрати або неотримання очікуваного доходу на інвестований капітал.

Одним з найважливіших напрямів аналізу у разі оцінювання кредитоспроможності підприємства, що подає заявку на кредит для реалізації інвестиційного проекту, є вивчення інвестиційної привабливості підприємства-позичальника. На рис. 4.6 наведено найважливіші фактори, що впливають на інвестиційну привабливість підприємства, які необхідно оцінювати інвесторам і кредиторам для прийняття рішення щодо виділення коштів на реалізацію інвестиційного проекту.

Ці фактори умовно можна поділити на дві групи: фактори, зовнішні щодо підприємства, які управляльно впливають на роботу підприємства ззовні, та внутрішні, що існують усередині підприємства. Відповідно ці групи факторів формують певні системи зовнішніх і внутрішніх ризиків, що виникають за інвестиційного кредитування підприємницької діяльності. Хоча усі фактори пронумеровано, це не означає, що якийсь з них є більш або менш пріоритетним настільки, що за оцінювання інвестиційної привабливості підприємства йому має надаватися найбільше значення або, що він може не братися до уваги. Необхідно застосовувати комплексний підхід, що передбачає аналіз усіх факторів з урахуванням їх взаємних зв’язків і впливів.

Рис. 4.6. Фактори, що впливають на інвестиційну діяльність підприємства

У сучасній літературі з управління інвестиціями, банківської справи та фінансового менеджменту відсутнє цілісне відображення системи факторів, що визначають інвестиційну привабливість підприємства, але щодо кожного з них банківські фахівці можуть знайти чимало важливих аспектів і показників, на які варто чи корисно зважати для зниження відповідних ризиків.

У сучасній практиці господарювання застосовується багатоаспектний підхід до аналізу й оцінювання інвестиційної привабливості підприємства. Загальний економічний та фінансовий стан досліджуваного підприємства у визначенні його інвестиційної привабливості, як правило, має відображатися цілою низкою показників.

І. Загальна характеристика досліджуваного підприємства за такими її складовими:

а) характеристика виробничої бази (характер технології, наявність сучасного устаткування, у тому числі іноземного; екологічна шкідливість виробництва; складське господарство; наявність власного транспорту; географічне розташування; наближеність до транспортних комунікацій; розмір земельної площі, яку займає підприємства); б) характеристика технічної бази підприємства (технології; залишкова та відновлювана вартість основних засобів; коефіцієнт зношення); в) номенклатура продукції, що випускається (обсяг виробництва; експорт; стан сировинної бази; імпорт сировини та матеріалів; зв'язки з іншими підприємствами; постачальники та споживачі; оцінювання стабільності попиту на продукцію/послуги, що виробляються/пропонуються); г) виробнича потужність, можливість

нарощування обсягів виробництва; д) місце підприємства в галузі, на ринку; рівень монопольності підприємства; є) характеристика дирекції; схеми управління; чисельність персоналу, його структура, заробітна плата; є) статутний фонд; власники підприємства; номінал і ринкова ціна акцій, розподіл пакета акцій; ж) структура витрат на виробництво, у тому числі за основними видами продукції, їх рентабельність; з) обсяг прибутку та його використання за звітний період.

II. Фінанси підприємства: а) склад дебіторської та кредиторської заборгованості; її аналіз за часом виникнення та характеристикою боржників; б) показники фінансової стійкості та ліквідності; в) аналіз платоспроможності; г) оцінка прибутковості.

На основі аналізу першої групи показників інвестиційної привабливості діючого підприємства виробничого спрямування передусім передбачається встановити стадію його життєвого циклу на момент проведення такого оцінювання.

Визначення стадії життєвого циклу підприємства здійснюється шляхом проведення аналізу й оцінювання показників обсягу виробництва та реалізації продукції, загальної суми активів, величини власного капіталу і суми прибутку в динаміці за кілька останніх років.

За темпами зміни цих показників можна зробити конкретний висновок щодо стадії життєвого циклу підприємства. Сучасна теорія ринку розглядає шість таких стадій:

- "народження" (тривалість до 1 року);
- "дитинство" (від 1 до 2 років);
- "юність" (3—5 років);
- "рання зрілість" (6—10 років);
- "остаточна зрілість" (11—20 років);
- "старіння" (21—22 роки).

Найбільш високі темпи приросту зазначених вище показників характерні для стадій "юність" і "рання зрілість"; стабільно високі їх значення притаманні стадії "остаточна зрілість", а зниження – стадії "старіння". Згідно з практикою, що склалася, інвестиційно-привабливими вважаються підприємства (або об'єкти інвестування на підприємстві), що перебувають у процесі зростання, тобто на перших чотирьох стадіях свого розвитку.

Однак якщо продукція певного підприємства має позитивні маркетингові перспективи, а обсяг необхідних інвестицій у передбачуване технічне переозброєння відносно невеликий, то доцільним буде інвестування і на стадії "остаточної зрілості", оскільки вкладені кошти мають окупитися в найкоротші терміни. На стадії "старіння" здійснення інвестування можливе лише як виняток у випадку, коли замість будівництва нових виробничих потужностей, внаслідок порівняно менших потреб в інвестиційних ресурсах, передбачаються перепрофілювання підприємства, диверсифікація продукції, що випускається.

Але все-таки встановлення стадії життєвого циклу підприємства характеризує його інвестиційну привабливість не повною мірою, тому для більш поглибленого і всебічного аналізу привабливості об'єкта інвестування у

світовій практиці використовується система відносних показників фінансового аналізу діяльності підприємства.

Такий аналіз дає змогу оцінити можливі прибутковість і терміни повернення інвестованих коштів, виявити інвестиційні ризики, що найбільше впливають на господарську діяльність підприємства. Безпосередньо для оцінювання інвестиційної привабливості об'єкта інвестування пріоритетне значення мають такі фінансові коефіцієнти та співвідношення: показники ліквідності (ліквідність активів); показники оборотності (оборотність активів); показники структури капіталу (фінансова стійкість) та показники прибутковості (прибутковість капіталу). Використовуючи зазначені коефіцієнти, необхідно пам'ятати, що вони дають уявлення про інвестиційну привабливість підприємства лише тоді, коли представлені в динаміці за кілька років.

У такому випадку є певна можливість реально спрогнозувати результати реалізації передбачуваних інвестиційних програм та проектів підприємства, оскільки дослідження показників у динаміці дає змогу провести порівняльний аналіз за період, наприклад, "до і після" аналогічної реалізації проектів у минулому. Кредитори уважно стежать за фінансовими показниками, аби мати уявлення про спроможність підприємства виконувати взяті на себе боргові зобов'язання, покривати фіксовані платежі доходами.

Виходячи з того, з яких позицій оцінюють господарську діяльність підприємства різні зацікавлені сторони або користувачі інформацією (власники, засновники, акціонери підприємства; державні контролюючі органи, кредитори та ін.), всі фінансові коефіцієнти, що характеризують інвестиційну привабливість, можна умовно поділити на підсистеми, представлені у табл. 4.1.

Як видно з таблиці, першу загальну групу таких показників формують коефіцієнти, що відображають інтереси кредиторів (короткотермінових та довготермінових), а другу – коефіцієнти, що відображають інтереси акціонерів підприємства. Розглянемо ці показники детальніше.

І. ***Коефіцієнти, що відображають інтереси кредиторів***. На відміну від керівництва та власників підприємства, які оцінюють його як таке, що працює безперервно, і зацікавлені в тому, щоб воно завжди успішно функціонувало, кредитори, крім того, враховують і можливість негативного розвитку подій, що можуть призвести до банкрутства підприємства та неповернення вкладених кредитних інвестиційних ресурсів. Тому для кредиторів аналіз інвестиційної привабливості позичальника насамперед полягає у визначенні суми боргу, яку сподівається повернути кредитор у разі виникнення у підприємства труднощів щодо забезпечення взятих на себе зобов'язань з погашення боргів. Отже, тут йде мова про ретельне оцінювання ризиків, особливо якщо кредит є довготерміновим. Воно здійснюється за допомогою низки показників.

Показники ліквідності. Ліквідність – це здатність підприємства вчасно розрахуватися за борговими зобов’язаннями шляхом перетворення всіх активів у грошові кошти. Оборотні кошти входять до складу початкових витрат на проект і мають підтримуватися на певному рівні протягом усього циклу проекту. Визначення показників наведено у

першому розділі теми 2. Для оцінювання ліквідності використовується також показник номінальної вартості власного капіталу.

Таблиця 4.1 – Основні показники оцінки інвестиційної привабливості підприємства

Групи показників	Показники	Напрямки аналізу інвестиційної привабливості підприємства
1. Показники, що відображають інтереси короткострокових кредиторів	1. Коефіцієнт поточної ліквідності 2. Коефіцієнт миттєвої ліквідності (коефіцієнт кислотного тесту) 3. Чистий оборотний капітал	Аналіз ліквідності активів Аналіз оборотності активів (або ділової активності)
2. Показники, що відображають інтереси довгострокових кредитів (стратегічних інвесторів)	4. Коефіцієнт (період) оборотності товарно-матеріальних запасів 5. Коефіцієнт оборотності (тривалість погашення) дебіторської заборгованості 6. Коефіцієнт оборотності усіх активів, що використовуються підприємством (коефіцієнт трансформації)	Аналіз фінансової стійкості, платоспроможності
3.Показники, що відображають інтереси акціонерів-інвесторів	7. Коефіцієнт співвідношення позикового капіталу до всіх активів підприємства 8.Коефіцієнт покриття відсоткових платежів 9.Коефіцієнт фінансової незалежності (автономії). 10. Індекс кредитоспроможності (Z-розрахунок) 11. Норма прибутку на акцію 12. Коефіцієнт рентабельності власного капіталу (прибутковість акціонерного капіталу) 13. Коефіцієнт співвідношення ринкової та балансової вартості однієї акції до чистого прибутку 14. Коефіцієнт покриття дивідендів 15. Поточна дохідність акції 16. Відношення поточної ринкової ціни однієї акції до чистого прибутку на одну акцію 17. Коефіцієнт забезпеченості стійким темпом зростання за рахунок внутрішніх джерел 18. Коефіцієнт рентабельності інвестованого капіталу 19. Коефіцієнт рентабельності реалізації продукції	Аналіз прибутковості (ринкової активності) та рентабельності капіталу
Узагальнений показник		

Коефіцієнти оборотності активів. Показники оборотності активів великою мірою визначають ефективність інвестування, оскільки характеризують процес управління активами, і визначають наскільки швидко вкладені у виробництво кошти обертаються в процесі господарської діяльності

підприємства. Внутрішньовиробничі чинники діяльності підприємства, такі як ефективність маркетингової, виробничої, фінансової стратегії і тактики, насамперед зумовлюють тривалість оборотності активів підприємства. Однак при дослідженні та аналізі періоду обороту різноманітних активів необхідно усвідомлювати та відповідно враховувати можливий вплив економічної ситуації у країні, швидкість розрахункових операцій та інші зовнішні фактори.

Коефіцієнт (період) оборотності товарно-матеріальних запасів (Stock turnover – ST) тривалість обертання в днях, характеризує час, протягом якого продукція підприємства перебуває на складі перед продажем (але ще без самої оплати за придбану продукцію). Цей показник визначається як відношення середньої за період вартості залишків запасів до середньоденного обороту запасів у тому ж періоді.

Як правило, чим вищий показник оборотності запасів, тим більш ліквідну структуру мають оборотні засоби та (за інших однакових умов) більш стійкий фінансовий стан підприємства. Аналіз цього показника дає змогу визначити необхідні обсяги виробництва продукції, а також на основі порівняння цього коефіцієнта з середнім коефіцієнтом галузі (прийнятна величина цього показника залежить від галузі, в якій працює підприємство) зробити відповідні висновки щодо необхідних маркетингових заходів, спрямованих на прискорення реалізації продукції. Підприємства, які продають товари харчової промисловості, тобто такі, що швидко псуються, як правило, повинні мати вищу оборотність ніж підприємства, що виробляють техніку.

Коефіцієнт (період) оборотності дебіторської заборгованості (Average collection period) показує термін очікування підприємством отримання грошових засобів після реалізації продукції. Тривалість погашення дебіторської заборгованості (тільки по покупцях) можна розрахувати за такою формулою (в днях).

Економічний зміст цього показника такий: якщо підприємство вимагає сплати за реалізовані товари/послуги протягом 10 днів, а тривалість погашення дебіторської заборгованості становить 15 днів, це означає, що основна частина покупців затримує платежі (і лише іноді неплатежі мають технічну природу, тобто товар був реалізований, але гроші ще не отримали на рахунках). Як правило, наявність затримки платежів за реалізовану продукцію є результатом недосконалої кредитної політики підприємства або його залежності від споживачів.

Коефіцієнт оборотності всіх активів, що використовуються підприємством (Total assets turnover), або коефіцієнт трансформації, становить відношення чистої виручки від реалізації продукції до середньорічного підсумку активу балансу. Цей показник характеризує ефективність використання підприємством усіх наявних ресурсів незалежно від джерел їх залучення. Інакше кажучи, цей показник відображає, скільки разів на рік (або в інший досліджуваний період) здійснюється повний цикл виробництва і обертання з отриманням відповідного прибутку, а також скільки грошових одиниць реалізованої продукції принесла кожна одиниця активів підприємства.

Коефіцієнти структури капіталу (або коефіцієнти фінансової стійкості та платоспроможності) підприємства.

Показники управління заборгованістю характеризують здатність підприємства виконувати свої довготермінові зобов'язання щодо погашення боргу, а отже, відображають інтереси насамперед стратегічних інвесторів-кредиторів. Аналіз коефіцієнтів структури капіталу підприємства дає можливість, з одного боку, оцінити інвестиційний ризик, пов'язаний зі структурою формування інвестиційних ресурсів, з іншого – виявити раціональність використання джерел фінансування поточної виробничої діяльності підприємства. Як правило, чим вища частка запозичених засобів у структурі капіталу підприємства, тим вища ризикованість вкладень для довготермінових інвесторів.

Коефіцієнт співвідношення запозиченого капіталу до активів (Total debt – TD to total assets – TA). Високе значення коефіцієнта характеризує підвищений ризик неплатоспроможності підприємства у разі спаду ділової активності в країні. Як відомо, структуру капіталу підприємств характеризує співвідношення запозиченого та його власного капіталу. У практиці аналізу інвестиційної привабливості підприємства зазвичай вважається нормальним значення коефіцієнта співвідношення запозиченого капіталу до всіх активів на рівні 40 %. Проте зазначимо, що, наприклад, згідно з рекомендаціями Світового банку протягом багатьох років вважалося прийнятним максимальне співвідношення запозичених і власних засобів – 60:40. А для підприємств зі стабільними та передбачуваними доходами навіть вважалося допустимим співвідношення 70 : 30.

Коефіцієнт покриття відсоткових платежів (Times interest earned ratio – TIE), або коефіцієнт захищеності кредиторів, визначає спроможність підприємства виплачувати відсотки за отримані позики: Кп = Прибуток до сплати відсоткових платежів та податків на прибуток / Витрати зі сплати відсоткових платежів. Значення коефіцієнта нижче 1 означає, що підприємство протягом звітного періоду не заробило достатньо засобів для покриття відсоткових платежів. Звичайно до кредитних угод інвестори включають вимоги покриття відсоткових платежів на рівні 1,3—2,0 (у середньому 1,5) і навіть більше. Якщо необхідне покриття не досягається, то, як правило, від запропонованих до фінансування довготермінових інвестиційних проектів кредитори відмовляються.

Коефіцієнт фінансової незалежності характеризує автономність діяльності підприємства, тобто його незалежність від зовнішніх позик:

$$\text{Кфн} = (\text{Поточні зобов'язання} + \text{Довготермінові зобов'язання}) / \text{Власний капітал}. \quad (4.1)$$

В умовах ринкової економіки для "усередненого" підприємства рекомендованим значенням коефіцієнта фінансової незалежності є одиниця. Якщо Кфп = 1,5, то це означає, що на кожні 1,5 гривні заборгованості припадає 1 гривня власного капіталу, тобто співвідношення запозиченого та власного капіталу на підприємстві – 60:40. Отже, чим вищий наведений коефіцієнт у

конкретного підприємства, тим ризикованіше надавати кредит, оскільки у випадку банкрутства воно не буде спроможне повернути отримані позики.

Оцінка ймовірності банкрутства підприємства. Стандартів для аудиту Американського товариства дипломованих бухгалтерів вимагає від аудитора визначити та повідомити ймовірність банкрутства підприємства. Якщо у звіті аудитора не було ніяких передбачень щодо ймовірності банкрутства, а підприємство стало банкрутом, то аудитора може бути навіть притягнене до судової відповідальності. Корисним для попередження банкрутства підприємства є "Z-розрахунок" індексу кредитоспроможності відомого західного економіста Е. Альтмана (Edward I. Altman).

Є така інтерпретація можливих значень ймовірності банкрутства підприємства в майбутньому (найближчі 2–3 роки): Z-розрахунок < 1,8 – ймовірність банкрутства дуже висока; Z від 1,81 до 2,7 – висока; Z від 2,8 до 2,9 – середня; Z < 3,0 – ймовірність банкрутства дуже низька.

Наведену методику найдоцільніше застосовувати для великих підприємств, акції яких котируються на фондових біржах, оскільки саме для таких підприємств можна отримати об'єктивну ринкову оцінку власного капіталу.

Коефіцієнти прибутковості та рентабельності (відображають інтереси акціонерів-інвесторів). Як відомо, одним із головних завдань інвестування є забезпечення високої прибутковості на вкладені кошти. Для акціонерів (власників) підприємства є дві головні цілі інвестування в цінні папери: отримання дивідендів (інакше поточного доходу), а також нагромадження засобів внаслідок зростання курсової вартості акцій. Певною мірою ці дві цілі дещо суперечать одна одній, оскільки за інших однакових умов, чим більша частина прибутку спрямовується на виплату дивідендів, тим менше засобів може бути реінвестоване у підприємство, а відповідно і повільнішими будуть темпи зростання курсової вартості акцій підприємства. Однак, як свідчить практика, стабільність виплати дивідендів (навіть і незначних) є одним із найголовніших факторів інвестиційної привабливості для інвесторів – акціонерів підприємства, оскільки це найбільше їх задовольняє.

За сучасних умов господарювання підприємство здатне у разі необхідності варіювати показник прибутку в значних межах, при цьому залишаючись у цілому ефективно функціонуючою господарською структурою. Тому в процесі аналізу прибутковості капіталу завжди доцільно звертати увагу і на можливий потенціал його формування. Як правило, середня акція забезпечує більш високу прибутковість та захист від можливих ризиків, ніж інші види інвестицій.

Аналіз ефективності використання підприємством власного капіталу, дає змогу зробити достатньою мірою обґрунтовані висновки щодо прибутковості акцій та інвестиційної привабливості підприємства з погляду акціонерів. Є низка показників, які дають змогу провести такий аналіз; розглянемо їх докладніше.

Норма прибутку на акцію (Earning per ordinary share – EROS) показує, яка частка чистого прибутку припадає на одну звичайну акцію, що перебуває в

обігу, і розраховується як відношення чистого прибутку, що сплачується за простими акціями, до загальної кількості простих акцій в обігу.

Кількість простих акцій в обігу визначається як різниця між загальною кількістю випущених простих акцій та власними акціями підприємства. Таким чином, показник прибутку на акцію показує, яка частка чистого прибутку виплачується у вигляді дивідендів за простими акціями. Цей показник надзвичайно чутливий до ринкової кон'юнктури, тому його досліджують за достатньо тривалий проміжок часу і він є одним із найважливіших показників, на основі якого формується уявлення інвесторів про поточну вартість акцій підприємств. Крім того, тут враховується такий фактор, як додаткова емісія простих акцій без суттєвого зростання чистого прибутку на акцію.

Коефіцієнт рентабельності власного капіталу (Return on shareholders' equity – ROE), або ***прибутковості акціонерного капіталу***, дає змогу визначити ефективність використання капіталу акціонерів (власників підприємства) і розраховується як відношення чистого прибутку до загальної середньорічної вартості власного (акціонерного) капіталу. Цей показник показує, скільки грошових одиниць отриманого чистого прибутку припадає на кожну грошову одиницю, вкладену власниками підприємства. Зазвичай максимізація прибутковості акціонерного капіталу є головним завданням управління підприємством, оскільки на основі порівняння цього показника з аналогічними показниками розрахованими для інших підприємств потенціальні інвестори роблять відповідні висновки про можливість отримання доходів від вкладення своїх коштів в альтернативні цінні папери.

Нормальною вважається прибутковість акціонерного капіталу на рівні 20 % (за умови адекватної (правильної) оцінки вихідних показників).

Якщо необхідно оцінити прибутковість (рентабельність) власних вкладень у передбачуваний інвестиційний проект, то доцільно використовувати для розрахунків ROE відношення чистого прибутку до власних коштів, вкладених у проект.

Балансова вартість акції характеризує величину власного капіталу, що припадає на одну просту акцію підприємства відповідно до даних бухгалтерського обліку та звітності, й визначається як сума номінальної вартості акції, емісійного прибутку (різниця між ринковою ціною реалізації акції та її номінальною вартістю) та величини накопиченого та реінвестованого в розвиток підприємства прибутку.

Отже***, коефіцієнт котирування*** дає нам загальне уявлення про готовність потенційних інвесторів платити за акції більше (або менше), ніж про те свідчить реальна оцінка капіталу, що припадає на цю акцію у визначений момент часу. Цей показник використовується переважно для попереднього оцінювання інвестиційної привабливості підприємства.

Обернений коефіцієнт покриття дивідендів, що отримав назву коефіцієнт сплати за акціями (або частка сплачених дивідендів) буде вказувати, яку частину чистого прибутку було витрачено на сплату акціонерам дивідендів у поточному році. Зрозуміло, що критичним значенням такого оберненого коефіцієнта необхідно вважати одиницю (не менше, оскільки це буде свідчити

про недосконалу дивідендну політику, яку проводить керівництво підприємства); інших застережень або рекомендацій щодо значень даного показника немає. Аналіз цього показника в динаміці за кілька років поспіль дає змогу зробити додаткові висновки про тенденції конкретного підприємства реінвестувати прибуток чи сплачувати у вигляді дивідендів.

Поточна дохідність акцій (Dividend Yield), або фактична норма дивіденду, становить відношення суми дивіденду на одну акцію (DA) до ринкової ціни акції (pA).

Цей показник у процесі аналізу та зіставлення з аналогічними показниками, розрахованими для інших досліджуваних щодо інвестиційної привабливості підприємств, доцільно порівняти з номінальною нормою дивіденду, яка розраховується як відношення сплаченого дивіденду на акцію до номінальної (або об'явленої) вартості.

Аналізуючи цей показник порівняно з іншими підприємствами, необхідно мати на увазі, що підсумкова величина доходу власників акцій складається не лише з дивідендів, а й з курсової різниці у вартості акцій.

Відношення поточної ринкової ціни однієї акції до чистого прибутку на одну акцію (price – earnings ratio – P/E). Порівняльний аналіз коефіцієнтів P/E є простим та ефективним засобом для визначення неправильно оцінених акцій (порівняння може проводитися відносно середньоринкових або середньогалузевих показників).

Для розвиненої економіки середніми показниками можна вважати значення коефіцієнтів P/E в межах 7–9 у період спаду, та 15–18 – у період економічного піднесення (вартість активів, як правило, зростає в періоди пожвавлення, і навпаки). Економічний спад, пов'язаний із трансформацією економіки у пострадянських країнах, є однією з причин низьких показників P/E навіть для провідних та стійких підприємств.

Відношення ціни акції до обсягів грошових надходжень (виручки) від реалізації продукції у розрахунку на одну акцію – так званий *коефіцієнт price-sales* (P/S).

В умовах економічної стабільності нормальним для потужних підприємств можна вважати величину P/S в межах від 0,4 до 0,8. Значення P/S нижче цього рівня свідчить, як правило, про недооцінку акцій (за умови, що фінансовий стан підприємства достатньо стійкий).

Крім того, корисним є оцінювання відношення ціни акції до балансової вартості активів, що припадають на одну акцію (*коефіцієнт price-book value, або P/B*). Значення P/B менше одиниці, як правило, свідчить про недооціненість.

Коефіцієнт забезпеченості стійким темпом зростання за рахунок внутрішніх джерел (інакше *коефіцієнт сталого зростання*) відображає можливості конкретного підприємства за умови збереження теперішньої структури капіталу збільшити в майбутньому власні активи за рахунок внутрішнього фінансування. Тобто за допомогою цього показника досліджується здатність керівництва підприємства забезпечити стійкі темпи його зростання, виходячи з припущення, що в майбутньому (в наступних

періодах) буде збережено пропорції між власним капіталом та зобов'язаннями, а також часткою сплати дивідендів. Цей показник встановлює, скільки коштів необхідно було інвестувати у підприємство, незалежно від джерел залучення капіталу, щоб отримати одну грошову одиницю чистого прибутку. За допомогою *показника ROI* визначається також рівень конкурентоспроможності підприємства, що здійснюється шляхом порівняння рентабельності інвестицій досліджуваного підприємства з аналогічним середньогалузевим коефіцієнтом.

За умови забезпечення фінансової стійкості підприємства, співвідношення власного капіталу та зовнішніх довготермінових позик – не менше 1, для підприємства з рентабельністю власного капіталу 20% при середній вартості довготермінових кредитів 8%, можна вважати прийнятним ROI не менше 14%. Для розрахунку ROI підприємства у знаменнику пропонованої вище формули можна використати показник капіталізації або нетто-активи підприємства (визначаються як різниця між загальною сумою активів та поточними зобов'язаннями).

Таким чином, цей показник буде свідчити, яку суму власного капіталу та довготермінових зобов'язань необхідно витратити підприємству для отримання однієї грошової одиниці чистого прибутку.

Користуватися показником ***загальної рентабельності інвестицій*** необхідно обережно, оскільки у разі непередбачених змін у співвідношенні між довготерміновими зобов'язаннями та власним капіталом підприємства або податковому законодавстві тощо, цей показник може відображати недостатньо об'єктивні дані про реальну інвестиційну привабливість підприємства.

Коефіцієнт рентабельності реалізації продукції дає змогу визначити, скільки грошових одиниць прибутку (чистого, іноді валового) принесла кожна грошова одиниця реалізованої продукції підприємства.

Для проведення комплексного порівняльного оцінювання коефіцієнтів рентабельності та оборотності капіталу доцільно отримані результати розрахунку зазначених показників зіставити між собою. Так, різниця між рентабельністю всіх активів підприємства та рентабельністю його власного капіталу свідчить про рівень використання підприємством зовнішніх джерел фінансування своєї діяльності. Особлива увага приділяється ефективності використання запозичених джерел, наприклад, шляхом зіставлення чистого прибутку, отриманого внаслідок залучення позикових інвестиційних ресурсів, та величини відсотків, які необхідно виплатити за їх використання.

Отже, у процесі аналізу інвестиційної привабливості підприємства необхідно розглядати всі зазначені показники у взаємозв'язку, а не концентруватися на окремих, таких як рентабельність реалізації тощо.

Крім того, деякі підприємства можуть свідомо йти на "фальсифікацію" свого реального фінансового стану з метою виглядати більш привабливо для потенційного інвестора. Оскільки є різні методи складання фінансових звітів і бухгалтерського обліку, можна приховати як сильні, так і слабкі сторони господарської діяльності підприємства, а отримані результати буде складно зіставляти для різних підприємств. Іноді достатньо на момент оцінювання залучити певну суму короткотермінового кредиту або вжити інших подібних

заходів, щоб підвищити деякі показники інвестиційної привабливості підприємства (наприклад, ліквідність активів тощо). Тому доцільно узагальнювати агреговані групові показники в один інтегральний показник інвестиційної привабливості підприємства, що може бути здійснено з використанням коефіцієнтів вагомості, відносне значення яких становить для оборотності активів – 0,15; прибутковості капіталу – 0,50; фінансової стійкості підприємства – 0,15; ліквідності активів – 0,20.

Відповідно, у межах коливань розрахункових значень інтегрального показника кожне підприємство, що оцінюється, може бути віднесено до групи з пріоритетною, достатньо високою, середньою або низькою інвестиційною привабливістю.

Питання для перевірки знань

1. Розкрийте сутність терміну «інвестиційна стратегія».
2. Назвіть основні передумови формування інвестиційної стратегії.
3. За якими параметрами оцінюють рівень інвестиційного розвитку підприємства?
4. Які основні етапи розробки інвестиційної стратегії підприємства?
5. Які існують вимоги до формування стратегічних цілей?
6. Охарактеризуйте основні етапи формування інвестиційних цілей підприємства.
7. Визначте взаємозв`язок між етапами життєвого циклу підприємства та його можливим інвестиційними цілями.
8. Які основні фактори впливатимуть на вибір форм інвестиційної діяльності?
9. Назвіть методичні підходи до визначення інвестиційної діяльності.
10. За якими критеріями оцінюють результативність інвестиційної стратегії?

Рекомендована література для вивчення теми: [7-11, 14,15, 21, 25, 26, 30, 32, 36].

РОЗДІЛ 4
ФОРМУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ ПІДПРИЄМСТВА

ТЕМА 5. СТРАТЕГІЯ ФОРМУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА, УПРАВЛІННЯ НИМ

5.1. Поняття інвестиційних ресурсів підприємства. Завдання, основні етапи, методичні засади розроблення стратегії формування інвестиційних ресурсів підприємства.

5.2. Характеристика джерел формування інвестиційних ресурсів.

5.3. Методичні підходи до оцінки вартості інвестиційного капіталу.

5.1. Поняття інвестиційних ресурсів підприємства. Завдання, основні етапи, методичні засади розроблення стратегії формування інвестиційних ресурсів підприємства

Будь-які напрями та форми господарської діяльності підприємства здійснюються за рахунок сформованих ним інвестиційних ресурсів. Від характеру та особливостей управління формуванням інвестиційними ресурсами на конкретному підприємстві залежить і загальний рівень ефективності його інвестиційної діяльності.

Під ***інвестиційними ресурсами*** підприємства розуміють капітал у матеріалізованій та не матеріалізованій формі, що вже втілений або тільки вкладається у засоби виробництва – інвестиції, тобто залучається підприємством для здійснення вкладень в об'єкти реального, а також фінансового інвестування. Як відомо, капітал як засіб виробництва поділяється на засоби та предмети праці, тобто на основний капітал (інакше – основні виробничі засоби: будівлі та споруди; земля; машини; обладнання, передавальні засоби, транспортні засоби тощо) та оборотний капітал (інакше – обігові виробничі засоби: сировина, паливо, енергія, матеріали, напівфабрикати; незавершене виробництво, напівфабрикати власного виготовлення).

Формування інвестиційних ресурсів є важливою складовою інвестиційної та загальної фінансової стратегії підприємства, а також вихідною умовою здійснення інвестиційного процесу на всіх його стадіях. Нагромадження капіталу в межах самого підприємства (власний капітал і його реінвестування) та різними господарюючими суб'єктами, населенням є базою для формування підприємством інвестиційних ресурсів.

Основною метою формування інвестиційних ресурсів підприємства є задоволення його потреб у придбанні необхідних інвестиційних активів та оптимізація їх структури з позиції забезпечення ефективності інвестиційної діяльності. Ефективне формування інвестиційних ресурсів щодо окремих джерел є найважливішою умовою фінансової стійкості підприємства. У свою чергу, обсяги та джерела формування інвестиційних ресурсів багато в чому

визначаються структурою капіталу, що склалася на підприємстві в процесі його господарської діяльності, а також вартістю залучення капіталу.

Для забезпечення ефективного управління формуванням інвестиційних ресурсів на підприємстві зазвичай розроблюється спеціальна інвестиційна стратегія, яка покликана забезпечити стабільну інвестиційну діяльність відповідно до потреб розвитку підприємства, найбільш ефективне використання власних фінансових ресурсів, призначених для виконання цих завдань, а також фінансову стійкість підприємства на довготермінову перспективу.

Інвестиційні ресурси можна класифікувати за рядом ознак:

1. *За титулом власності* формовані підприємством інвестиційні ресурси підрозділяються на два основних види – власні та позикові. У системі джерел формування інвестиційних ресурсів такий поділ носить визначальний характер.

Власні інвестиційні ресурси характеризують загальну вартість засобів підприємства, що забезпечують його інвестиційну діяльність і приналежну йому на правах власності. До власного ставляться також засоби, безоплатно передані підприємству для здійснення цільового інвестування.

Позикові інвестиційні ресурси характеризують приваблюваний підприємством капітал у всіх його формах на поворотній основі. Всі форми позикового капіталу, використовувані підприємством в інвестиційній діяльності, являють собою його фінансові зобов'язання, що підлягають погашенню в передбачений термін.

2. *За групами джерел залучення*

Інвестиційні ресурси, що формуються із внутрішніх джерел, характеризують власні й позикові фінансові засоби, формовані безпосередньо на підприємстві для забезпечення його розвитку. Основу власних фінансових засобів, формованих із внутрішніх джерел, становить капіталізована частина чистого прибутку підприємства ("нерозподілений прибуток").

Інвестиційні ресурси, що формуються із зовнішніх джерел, характеризують ту їхню частину, що формується поза межами підприємства. Вона охоплює приваблюваний з боку як власний, так позиковий капітал. Склад цієї групи джерел формування інвестиційних ресурсів досить численний і буде докладно розглянутий у відповідних розділах.

3. *За натурально-речовинною формою залучення*:

Інвестиційні ресурси у грошовій формі є найбільш розповсюдженим їх видом. Ці ресурси можуть бути трансформовані в будь-яку форму активів, які необхідні для підприємства.

Інвестиційні ресурси у фінансовій формі залучаються підприємством у виді різних фінансових інструментів (акції, облігації, депозитні рахунки і сертифікати банків тощо).

Інвестиційні ресурси у матеріальній формі залучаються підприємством у виді різних капітальних товарів (машин, обладнання, споруд тощо) сировини, матеріалів, напівфабрикатів.

Інвестиційні ресурси у нематеріальній формі залучаються у виді нематеріальних активів, які не мають матеріальної форми, але приймають

безпосередньо участь у господарській діяльності підприємства(авторські права, «ноу-хау», права на промислові зразки, товарні знаки тощо).

4. За періодом часу.

Інвестиційні ресурси, що залучені на довгостроковій основі (зі строком використання більше року).

Інвестиційні ресурси, що залучені на короткостроковій основі (зі строком використання до одного року).

5. *За походженням власника капіталу.*

Інвестиційні ресурси, які формуються за рахунок капіталу вітчизняних інвесторів. Цей вид капіталу можливий до отримання малим та середнім бізнесом.

Інвестиційні ресурси, які формуються за рахунок капіталу закордонних інвесторів. Головним чином, цей вид капіталу використовують для реалізації крупних проектів. Хоча обсяг пропозиції капіталу на світовому його ринку досить значний умови його залучення вітчизняними суб'єктами господарювання в господарських цілях дуже обмежені в силу високого рівня економічного й політичного ризику для закордонних інвесторів.

6. За *цільовими напрямками використання.*

Інвестиційні ресурси, призначені для використання в процесі реального інвестування. Їхній обсяг і структура плануються роздільно за кожним реальним проектом в рамках сформованої інвестиційної програми підприємства.

Інвестиційні ресурси, призначені для використання в процесі фінансового інвестування. Їхнє залучення підлегле цілям формування або реструктуризації портфеля фінансових інструментів інвестування підприємства.

7. *За забезпеченням окремих стадій інвестиційного процесу*.

Інвестиційні ресурси, що забезпечують передінвестиційну стадію.

Інвестиційні ресурси, що забезпечують інвестиційну стадію.

Інвестиційні ресурси, що забезпечують післяінвестиційну стадію.

Такий поділ інвестиційних ресурсів використається тільки в процесі забезпечення реалізації окремих реальних інвестиційних проектів.

Рівень ефективності інвестиційної діяльності підприємства багато в чому визначається цілеспрямованим формуванням його інвестиційних ресурсів. Основною метою формування інвестиційних ресурсів підприємства є задоволення потреби в придбанні необхідних інвестиційних активів й оптимізація їхньої структури з позицій забезпечення ефективних результатів інвестиційної діяльності.

Розробка стратегії формування інвестиційних ресурсів підприємства проходить такі основні етапи (рис. 5.1).

I. **Визначення загального обсягу необхідних інвестиційних ресурсів**. На основі детального та всебічного аналізу ринкової кон'юнктури і господарської діяльності підприємства розраховують величину виробничої потужності, якої не вистачає або яку необхідно технологічно оновити для задоволення ринкового попиту на продукцію підприємства (для торговельних організацій визначають необхідний додатковий обсяг реалізації продукції), і

отримують перше загальне уявлення про обсяг необхідних інвестицій на розрахунковий період. Особливо складних розрахунків потребує визначення необхідних інвестиційних ресурсів для створення нового підприємства.

Рис. 5.1. Розробка стратегії формування інвестиційних ресурсів

Найскладнішим завданням управління формуванням інвестиційних ресурсів підприємства є визначення їх загальної потреби, яке полягає у розрахунку реально необхідного обсягу фінансових засобів, оскільки недостатній обсяг сформованих інвестиційних ресурсів призводить до подовження періоду створення та освоєння виробничих потужностей підприємства, а їх надлишок – знижує норму дохідності та віддачу від інвестицій.

На цьому етапі розробки стратегії розрахунки проводяться у три стадії.

На першій стадії розраховується необхідний обсяг фінансових ресурсів для реального інвестування. Вартість необхідних реальних інвестиційних активів може бути визначена шляхом ***оцінювання чистої балансової вартості***

(балансовий метод), на підставі ринкової вартості (метод аналогій) та методу питомої капіталомісткості продукції підприємства.

Суть балансового методу полягає у відніманні від загальної балансової вартості активів підприємства суми зобов'язань. При оцінюванні враховуються проіндексована залишкова вартість основних засобів, фактична вартість матеріальних оборотних засобів, сума дебіторської та кредиторської заборгованості. Балансовий метод визначення загальної потреби в інвестиційних ресурсах проекту створення нового підприємства ґрунтується на визначенні необхідної суми інвестиційних активів, які дадуть новому підприємству змогу розпочати господарську діяльність. Розрахунок здійснюється за такими основними складовими: основні засоби (виробничі приміщення та будівлі; сукупність різноманітних машин та обладнання); нематеріальні активи (виходячи з технологій, що використовуються для здійснення операційного процесу); запаси товарно-матеріальних цінностей, що забезпечують операційну діяльність (оборотний капітал, що авансується в запаси сировини та матеріалів, у запаси готової продукції, або товарів, що реалізуються); грошові засоби (на оплату праці, авансові та податкові платежі, витрати на рекламу, комунальні послуги); інші види активів. Потребу в оборотному капіталі, що авансується в запаси товарно-матеріальних цінностей кожного виду, визначають шляхом множення обсягу їх витрачання за день на норму запасів у днях.

Західні аналітики рекомендують такі норми запасів: за сировиною і матеріалами – 90 днів; за готовою продукцією – 30 днів; за товарами, що реалізуються підприємствами торгівлі, – 60 днів. Але в кожному конкретному випадку підприємство у бізнес-планах може встановлювати норми запасів товарно-матеріальних цінностей виходячи із власних міркувань щодо особливостей здійснення його господарської діяльності.

Для забезпечення достатнього запасу платоспроможності створюваного підприємства рекомендується планувати потребу в грошових засобах на 90 днів, згодом ці норми можуть знижуватись.

Оскільки формування активів підприємства завжди пов'язане з альтернативним вибором (оренда, будівництво, придбання; рівень запасів, можливості залучення технологій чи розробка власних тощо), розрахунки потреби в інвестиційних ресурсах доцільно здійснювати у трьох варіантах: визначення мінімально необхідного обсягу; достатнього обсягу страхових запасів та матеріальних і грошових активів; максимально необхідної суми активів, що дає змогу придбати їх у власність.

Але загальна сума сформованих активів підприємства не може бути нижчою за мінімальний обсяг статутного фонду, визначеного законодавством для певної сфери діяльності або організаційно-правових форм її здійснення.

Якщо необхідно визначити чисту балансову вартість підприємства, що вже тривалий час функціонує, можна підсумувати залишкову вартість проіндексованих основних засобів підприємства, суму нематеріальних активів, суму запасів матеріальних оборотних засобів за залишковою вартістю, суми

всіх форм фінансових ресурсів підприємства за вирахуванням заборгованості, капітальних вкладень та вартості незавершеного будівництва.

Суть ***методу аналогій*** при оцінюванні ринкової вартості необхідних інвестиційних ресурсів (активів) полягає у використанні даних про продаж аналогічних активів або підприємств на аукціонах, за конкурсом та у процесі приватизації. Таке оцінювання обов'язково здійснюється з урахуванням галузевої належності підприємства, особливостей регіону, обсягів діяльності та технологій, що використовуються на підприємстві. Слід зазначити складність використання цього методу, оскільки завжди є певні обмеження щодо добору адекватного інвестиційного активу – аналога за всіма визначеними параметрами, тому вводяться коригувальні коефіцієнти окремих параметрів, але їх оцінка є, як правило, лише суб'єктивним уявленням експерта.

Найменш точним, але найбільш простим методом визначення потреби в інвестиційних ресурсах є ***метод питомої капіталомісткості продукції*** підприємства. Наприклад, розрахунок загальної потреби в інвестиційних ресурсах для створення нового підприємства (ІРз) за цим методом здійснюється за такою формулою:

$$ІРз = К_п \times ОР + ПР_К \ , \qquad (5.1),$$

де ПРк – передстартові витрати та інші разові витрати капіталу, пов'язані зі створенням підприємства;

Кп – середньогалузевий чи аналоговий показник капіталомісткості продукції (цей показник становить відношення суми власного та запозиченого капіталу до загального обсягу виробленої (реалізованої) продукції і розраховується стосовно галузі або підприємства-аналога);

Q – середньорічний обсяг виробництва продукції, що планується.

Оскільки показник середньогалузевої капіталомісткості підприємств суттєво коливається за окремими факторами (наприклад, прогресивність використовуваної технології або обладнання), то доцільніше використовувати показник капіталомісткості конкретного підприємства-аналога за визначеними факторами, що суттєво підвищить точність здійснених розрахунків.

За необхідності при визначенні обсягів реальних інвестиційних ресурсів на придбання певних активів доцільно враховувати додаткові витрати на їх технічне переозброєння або ремонт, реконструкцію тощо.

На другій стадії визначення потреби в інвестиційних ресурсах розраховується необхідний обсяг фінансових інвестицій. Розрахунок потреби в цих інвестиціях здійснюється, як правило, лише для підприємств, що вже деякий час функціонують, і базується на встановлених раніше співвідношеннях різних форм інвестування у прогнозованому періоді.

Загальна потреба в інвестиційних ресурсах для здійснення фінансових інвестицій визначається шляхом підсумовування потреби в них у першому (початковому) періоді та обсягів приросту цих ресурсів у кожному наступному періоді.

На третій стадії визначається загальний обсяг необхідних інвестиційних ресурсів. Він розраховується шляхом підсумовування запланованого обсягу необхідних засобів у процесі реалізації окремих реальних інвестиційних проектів, потреби в ресурсах для здійснення фінансових інвестицій та суми резерву капіталу, яка звичайно передбачається в обсязі 10—12 % від сукупної потреби в коштах для реального та фінансового інвестування.

Крім того, загальна потреба в інвестиційних ресурсах додатково диференціюється за окремими стадіями здійснення на підприємстві інвестиційного процесу або за проектом. Так, на передінвестиційній стадії потрібні незначні обсяги інвестиційних ресурсів, що спрямовуються насамперед на розробку бізнес-плану, фінансування досліджень та проектних робіт. Наступна інвестиційна стадія потребує значних обсягів інвестиційних ресурсів, оскільки здійснюються будівельно-монтажні роботи або придбання необхідних активів. І, нарешті, експлуатаційна стадія характеризується передусім формуванням інвестиційних ресурсів для фінансування оборотних активів підприємства.

II. **Вивчення можливостей формування інвестиційних ресурсів** за рахунок різних джерел – другий етап розробки стратегії, на якому розглядаються можливі джерела фінансування інвестицій з урахуванням специфіки господарської діяльності того чи іншого підприємства.

Другий етап розробки стратегії формування інвестиційних ресурсів підприємства передбачає також обов'язковий аналіз співвідношення зовнішніх та внутрішніх джерел фінансування інвестицій, що склалося на підприємстві у попередньому періоді, а також вартості залучення капіталу за рахунок різних джерел; оцінюється достатність власних інвестиційних ресурсів, сформованих на підприємстві; досліджуються динаміка та співвідношення загальних обсягів і форм залучення позикових інвестиційних ресурсів у розглядуваному, попередньому періодах та на довготермінову перспективу; аналізується ефективність використання позикових джерел фінансування інвестицій у цілому та окремих їх форм на підприємстві. Результати такого аналізу беруть за основу для оцінювання оптимальності формування інвестиційних ресурсів на підприємстві в обсягах і формах, що склалися.

III. Визначення методів фінансування окремих інвестиційних програм та проектів – третій етап розробки стратегії формування інвестиційних ресурсів. У подальшому на основі результатів, отриманих на цьому етапі, розраховуються пропорції у структурі можливих джерел інвестиційних ресурсів підприємства.

Звичайно тут розглядають сім основних методів інвестування проектів та програм: повне самофінансування; акціонування; лізинг та селенг; змішане фінансування (або комбінований метод); кредитне фінансування; венчурне фінансування; бюджетне фінансування (на сучасному етапі розвитку ринкових відносин воно майже втратило своє колишнє значення) (рис. 5.2).

1. ***Повне самофінансування*** передбачає здійснення інвестування виключно за рахунок власних (внутрішніх) джерел. Становлення системи самофінансування підприємств усіх форм власності передбачає насамперед

збільшення обсягів чистого Зауважимо, що в західних країнах рівень самофінансування вважається високим, якщо частка власних джерел сягає 60 % та більше від загального обсягу фінансування.

Рис. 5.2. Основні методи інвестування підприємства

2. ***Акціонування*** як метод фінансування використовується для здійснення порівняно великомасштабних реальних (виробничих) інвестицій за умови галузевої чи регіональної диверсифікації інвестиційної діяльності підприємства. Оскільки таке джерело фінансування інвестицій, як залучення довготермінових кредитів банків, на сучасному етапі характеризується високими ставками банківського відсотка, то основним методом зовнішнього фінансування інвестиційних програм підприємства за певних умов може стати емісія цінних паперів. Акціонерний капіталу, для якого характерна висока еластичність попиту на нього (економічною основою акціонування є тимчасово вільні кошти різних підприємств, банків чи фінансових компаній, а також кошти населення, не забезпечені товарним покриттям, – інвестиційна пропозиція), здатний швидше мобілізуватись в обсягах, необхідних для реалізації досить масштабних та прибуткових проектів.

3. Венчурне фінансування полягає в наданні зацікавленими підприємствами певної суми капіталу для реалізації інноваційних проектів (котрі, як відомо, характеризуються підвищеним ризиком і ґрунтуються переважно на нових технологіях) в обмін на відповідну частку в статутному фонді або на визначений пакет акцій. Цей метод інвестування, на відміну від звичайного акціонування, здійснюється за допомогою венчурної компанії – посередника між колективними інвесторами та ініціатором інноваційного проекту. Основна частина інвестиційного прибутку, отриманого внаслідок реалізації проекту, розподіляється між інвесторами та замовником проекту; окрему частину прибутку також отримує венчурна компанія як посередник.

Об'єктом інвестування для венчурних інвесторів є вже не діючі підприємства, а заново створювані, які організуються з метою розпочати

(venture – ризикувати) та закінчити здійснення певного проекту і залучити для цього зовнішнє фінансування. Якщо від венчурного інвестора вимагається грошовий внесок, а інші співзасновники нового підприємства віддають перевагу внеску в статутний фонд у формі ноу-хау або патентних прав, то доцільним є зустрічна вимога венчурного інвестора залучити незалежного експерта для оцінювання обґрунтованої реальної ринкової вартості майна, що вкладається (венчурний інвестор не зацікавлений у тому, щоб його частка у статутному фонді була занижена через переоцінку ринкової вартості негрошових внесків співзасновників підприємства).

4. Кредитне фінансування економічно вигідно використовувати насамперед при інвестуванні у короткотермінові реальні проекти з високою нормою дохідності інвестицій. Також цей метод можна використовувати для здійснення середньо-термінових проектів і фінансових інвестицій за умови, що норма їх дохідності буде суттєво перевищувати ставку довготермінового кредитного відсотка. Кредитне фінансування може також спрямовуватися і на покриття короткотермінової потреби в оборотному капіталі підприємства. Необхідно завжди пам'ятати, що безпосередньою умовою отримання кредиту є достатня платоспроможність та ліквідність балансу позичальника, при цьому розглядаються результати господарської діяльності підприємства та оцінюється рівень очікуваної рентабельності проекту, що передбачається кредитувати. Проект має відповідати встановленим законодавством санітарно-гігієнічним, екологічним та іншим нормам, і в разі потреби банк може вимагати надання проектно-розрахункової документації, що підтверджує дотримання встановлених норм (такі висновки роблять уповноважені експертні органи).

5. Лізинг або ***селенг*** іноді розглядають у складі схеми довготермінового кредитного фінансування. Дотримуємося думки щодо необхідності виокремлення лізингу та селенгу як окремого методу інвестування на тій підставі, що вони мають багато специфічних характерних особливостей. Отже, лізинг або селенг здебільшого доцільно використати за нестачі власних фінансових коштів для реального інвестування, а також при здійсненні інвестицій у проекти зі швидкооновлюваною технологією або нетривалим періодом експлуатації виробничих об'єктів. У ринковій економіці використання лізингу становить 25–30% загальної суми позичкового капіталу.

6. Бюджетне фінансування капітальних вкладень найширше застосовувалось в умовах колишньої адміністративно-командної системи. Дійсно, в умовах воєнної економіки або післявоєнної відбудови народного господарства, при низькій рентабельності цілої низки провідних галузей економіки цей метод інвестування діяльності більшості державних підприємств був найприйнятніший. Проте сьогодні цей метод інвестування майже втратив своє колишнє провідне значення, оскільки зважаючи на слабку зацікавленість госпрозрахункових ланок в ефективному використанні одержуваних безповоротно капітальних вкладень державна інвестиційна політика фінансування розширеного відтворення була повністю змінена.

7. Змішане фінансування передбачає можливість комбінування перелічених вище джерел та методів інвестування у різних пропорціях (звідси

інша його назва – комбінований метод) і може застосовуватися для всіх наявних форм і видів інвестування.

Вибір методу інвестування діяльності підприємства, а також наступний процес оптимізації структури джерел формування інвестиційних ресурсів безпосередньо пов'язані з урахуванням позитивних та негативних особливостей використання капіталу з різних джерел.

Власні (внутрішні) джерела фінансування характеризуються такими позитивними особливостями:

а) простотою та швидкістю залучення, оскільки управлінські рішення щодо використання власних джерел приймаються власниками або менеджерами підприємства самостійно, без згоди інших господарюючих суб'єктів;

б) високою віддачею за критерієм норми дохідності (прибутковості) інвестованого капіталу у всіх сферах діяльності, оскільки не вимагають сплати позикового відсотка в будь-яких його формах;

в) забезпеченням фінансової стійкості розвитку підприємства у довготерміновій перспективі, а отже, й істотним зниженням ризику неплатоспроможності та банкрутства підприємства при їх використанні;

г) повним збереженням управління в руках первісних засновників підприємства.

Разом з тим власні джерела фінансування інвестиційної діяльності мають низку негативних рис:

а) обмежений обсяг залучення, а отже й можливостей, у разі потреби значного розширення інвестиційної діяльності підприємства;

б) висока вартість їх використання порівняно з іншими, альтернативними, позиковими джерелами формування капіталу;

в) обмеженість зовнішнього контролю за ефективністю використання власних інвестиційних ресурсів;

г) неможливість використання приросту коефіцієнта рентабельності власного капіталу за рахунок залучення запозичених засобів, оскільки саме завдяки певній комбінації власного та позикового капіталу можна досягти перевищення коефіцієнта фінансової рентабельності діяльності підприємства над економічною.

Позикові та залучені (зовнішні) джерела фінансування характеризуються такими позитивними особливостями:

а) значно більшим обсягом можливого їх залучення порівняно з власними інвестиційними ресурсами (можливість широкого залучення позикових джерел завжди зумовлюється високим кредитним рейтингом підприємства, його платоспроможністю або наявністю гарантій поручителя);

б) більш дієвим зовнішнім контролем за ефективністю інвестиційної діяльності та реалізацією внутрішніх резервів підприємства.

Крім названих вище позитивних особливостей, використання позикового капіталу у фінансуванні господарської діяльності підприємства характеризується більш низькою вартістю його залучення порівняно з власним або акціонерним капіталом (як відомо, відсотки за користування кредитами

включаються до собівартості продукції, і цим забезпечується так званий ефект податкового виграшу). Крім того, позиковий капітал здатний генерувати приріст рентабельності власного капіталу (або коефіцієнта фінансової рентабельності діяльності підприємства).

Загалом, щодо негативних особливостей зовнішніх джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємства, то слід назвати такі:

а) складність залучення та оформлення (особливо це стосується великих кредитів, оскільки, як вже було зазначено, це вимагає сторонніх гарантій (іноді навіть на платній основі), страхування тощо);

б) більш тривалий період (термін) залучення, а відповідно, і значна залежність вартості такого капіталу від коливань кон'юнктури фінансового ринку (особливо відчувається підприємством у разі необхідності сплати високих відсотків за отриманими раніше кредитами при загальному зниженні відсоткових ставок на фінансовому ринку);

в) підвищення інвестиційного ризику зниження фінансової стійкості та втрати платоспроможності підприємства, а отже, ймовірності банкрутства у зв'язку з несвоєчасним погашенням отриманих позик;

г) втрата частини прибутку від інвестиційної діяльності у зв'язку з необхідністю сплати позикового відсотка в будь-яких його формах.

IV. Четвертий етап розробки стратегії – оптимізація структури джерел формування інвестиційних ресурсів. Найголовнішим завданням цього етапу є забезпечення такого співвідношення внутрішніх та зовнішніх джерел формування інвестиційних ресурсів, за якого задовольняються вимоги фінансової стратегії підприємства. При цьому головними критеріями оптимізації співвідношення різноманітних джерел фінансування інвестиційної діяльності є такі:

1) забезпечення високої фінансової стійкості підприємства;

2) максимізація обсягів чистого прибутку від інвестиційної діяльності, що залишається в розпорядженні первинних засновників підприємства, при різних співвідношеннях внутрішніх та зовнішніх джерел фінансування цієї діяльності.

У процесі оптимізації структури джерел фінансування інвестицій підприємства доцільно дотримуватися таких рекомендацій.

Необхідно забезпечувати залучення максимального обсягу власних інвестиційних ресурсів у реалізованих проектах за рахунок власних джерел.

Слід поповнювати недостатній обсяг власних інвестиційних ресурсів за рахунок зовнішніх джерел (залучення додаткового пайового капіталу власників або інших інвесторів, додаткової емісії акцій тощо).

Має бути встановлений ліміт використання позикових засобів в інвестиційній діяльності підприємства. Максимальний обсяг залучення позикових інвестиційних ресурсів має задовольняти граничному ефекту фінансового левериджу та забезпечувати достатню фінансову стійкість підприємства. З урахуванням розрахованих сум можливого залучення власного капіталу та коефіцієнта фінансового левериджу визначається граничний обсяг запозичених засобів, який забезпечує ефективне використання власного

капіталу. Проблемі визначення ефекту фінансового левериджу ще буде приділено пильну увагу, тут лише зазначимо, що цей ефект полягає в тому, що за ефективної господарської діяльності до норми прибутку на власний інвестований капітал прирощується прибуток, одержаний завдяки використанню позикових коштів, незважаючи на їх платність (пам'ятаймо, відсотки за кредит йдуть на собівартість продукції). Завдяки саме цьому досягається максимізація обсягу прибутку від інвестиційної діяльності підприємства при різних співвідношеннях внутрішніх та зовнішніх джерел фінансування.

Необхідно точно визначити співвідношення обсягів позикових інвестиційних ресурсів, залучених на коротко– та довготерміновій основі, виходячи з інвестиційних цілей використання позикового капіталу в передбачуваний період, а також виходячи з вартості залучення цих ресурсів.

Важливим завданням оптимізації структури джерел фінансування інвестицій підприємства є забезпечення мінімізації залучення інвестиційних ресурсів з різних джерел. Висока поточна фінансова стійкість підприємства в подальшому забезпечує зниження вартості залучення позикових інвестиційних ресурсів.

Структуру джерел капіталу, що використовується у фінансуванні інвестиційних програм та проектів, необхідно також оптимізувати на окремих стадіях інвестиційного процесу підприємства. Це дасть змогу забезпечити високу фінансову стійкість підприємства на тривалу перспективу.

Права частина наведеної нерівності – це частка позикових коштів у загальних витратах на проведення заходів програми технічного розвитку. Цей показник дає змогу оцінити ступінь залежності підприємства від залучених позикових коштів. Він є однією з характеристик стійкості стана підприємства.

Запропонована нерівність обмежує обсяг позикових коштів, що спрямовуються на фінансування програм технічного розвитку підприємства. Недотримання цієї умови може призвести до зменшення обсягу прибутку, одержаного підприємством. З іншого боку, аналіз цієї нерівності дає змогу виділити фактори, що їх необхідно брати до уваги під час вирішення питання про доцільність залучення позикових коштів.

До цих факторів належать:

- рівень ефективності заходів, запланованих у програмі;
- рівень відсоткової ставки плати за кредит;
- термін надання кредиту;
- загальний обсяг витрат на здійснення програми технічного розвитку.

Чим більша ця нерівність, тим більший ефект одержує підприємство від здійснення програми технічного розвитку й тим виправданішим є залучення позикових коштів. Тому варто оцінити вплив перелічених факторів на величину наведеної нерівності. Чим вища ефективність запланованих заходів, нижча відсоткова ставка плати за кредит, довші терміни його надання і чим більший обсяг фінансування програми, тим більша ця нерівність. У таких випадках

підприємство зацікавлене у збільшенні частки довготермінових кредитів під час фінансування програм технічного розвитку.

На підставі цього можна судити про стабільність тієї частини коштів, що утворюється завдяки довготерміновим кредитам і характеризує стійкість становища підприємства. Фінансова стійкість підприємства у певний період визначається за допомогою низки показників ефективності управління фінансовими ресурсами:

а) частка власного (акціонерного) капіталу в активах підприємства, що визначається як відношення загальної суми власного капіталу до загальної суми активів;

б) коефіцієнт покриття інвестицій, що визначається як відношення суми власних коштів та довготермінових зобов'язань до обсягу активів балансу;

в) частка позикових коштів у активах, що визначається як відношення загальної суми зобов'язань до загальної суми активів;

г) частка довготермінової заборгованості в капіталі підприємства, що визначається як відношення суми довготермінових боргових зобов'язань до суми власного (акціонерного) капіталу підприємства;

д) частка самофінансування інвестиційної діяльності, що визначається як відношення суми власних фінансових коштів, залучених до формування інвестиційних ресурсів, до загальної їх суми.

5.2. Характеристика джерел формування інвестиційних ресурсів

Усі джерела формування інвестиційних ресурсів поділяють на три основні групи: власні, позикові, залучені (табл. 5.1).

До складу власних джерел належать такі:

1. ***Частина чистого прибутку***, що спрямовується на виробничий розвиток (фонд розвитку виробництва). Тут необхідно зазначити, що на сучасному етапі економічного розвитку України криза неплатежів між підприємствами суттєво обмежує можливості фінансування інвестицій за рахунок прибутку, який у розвиненій економіці є одним з основних джерел фінансування інвестицій. Обмежений попит на продукцію деяких вітчизняних підприємств, нерентабельність виробництва продукції поставили ці підприємства на межу банкрутства. І навіть прибуткові підприємства внаслідок загальної нестабільності та високих ризиків не здійснюють інвестицій у власне виробництво, незважаючи на високий ступінь зношення основних засобів.

2. Амортизаційні відрахування. Поряд з прибутком важливим джерелом фінансування інвестицій є амортизаційні відрахування, що належать до витрат виробництва та обігу і з яких формується амортизаційний фонд – складова фонду відшкодування.

Можливості сформованого амортизаційного фонду як джерела реальних інвестицій на підприємстві залежать насамперед від стабільності рівня цін. Зростаюча інфляція знецінює власні кошти підприємств, накопичені за рахунок амортизаційних відрахувань, тому одним з найважливіших заходів,

спрямованих на підвищення внутрішньої інвестиційної активності, є інфляційних захист амортизаційного фонду шляхом пропорційної індексації балансової вартості основних засобів.

Таблиця 5.1 – Джерела формування інвестиційних ресурсів підприємства

ДЖЕРЕЛА ФОРМУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ	
Назва групи джерел	**Джерела інвестування**
ВЛАСНІ	1. Частина чистого прибутку, що спрямовується на виробничий розвиток
	2. Амортизаційні відрахування
	3. Страхова сума відшкодування збитків, спричинених втратою майна
	4. Раніше здійснені довгострокові фінансові вкладення, термін яких минає у поточному році
	5. Реінвестована шляхом продажу частина основних засобів
	6. Іммобілізована в інвестиції частина надлишкових активів
ПОЗИКОВІ	1. Довготермінові кредити банків та інших кредитних інститутів (включно зі форфейтингом та іноземними кредитами)
	2. Емісія облігацій підприємства
	3. Цільовий державний кредит, спрямований на конкретний вид інвестування
	4. Податковий інвестиційний кредит
	5. Інвестиційний лізинг
	6. Інвестиційний селенг
	7. Кошти фізичних осіб
ЗАЛУЧЕНІ	1. Емісія привілейованих та простих акцій підприємства
	2. Емісія інвестиційних сертифікатів
	3. Безоплатно надані державними органами та комерційними структурами кошти на цільове інвестування
	4. Внески сторонніх вітчизняних та зарубіжних інвесторів до статутного фонду підприємств неакціонерної організаційно-правової форми

На жаль, у сучасних умовах господарювання, коли немає контролю за цільовим використанням коштів підприємства, амортизаційний фонд перетворився з фонду відтворення на фонд поточного використання для задоволення потреб споживання; отже, необхідно негайно припинити таку згубну практику і відновити інвестиційний характер амортизаційних відрахувань, створити умови для використання їх за їхнім економічним призначенням.

Крім того, вітчизняна практика впровадження коригувальних коефіцієнтів, за допомогою яких вилучається частина амортизаційних відрахувань підприємств на користь бюджету, збільшуючи тим самим оподатковуваний прибуток, а також прийняття за базу для нарахування амортизації залишкової вартості (що штучно подовжує амортизаційний період і стримує швидке обертання коштів підприємства), взагалі практично виключили амортизаційні кошти з переліку джерел відновлення основних засобів

підприємства. Відомо, що чим більше прибутку підприємства спрямовується в амортизаційні відрахування (шляхом підвищення їх норм), тим швидше формуються нагромадження для інвестування, тобто прискорюється обіг основного капіталу. У світовій практиці господарювання прискорена амортизація як економічний стимул інвестування може здійснюватися двома способами:

а) штучно скорочуються нормативні терміни експлуатації техніки та устаткування й відповідно збільшуються норми амортизації;

б) без скорочення встановлених державою нормативних термінів використання основного капіталу окремим підприємствам дозволяється протягом кількох років здійснювати амортизаційні відрахування у підвищених обсягах, але зі зниженням їх у подальші роки.

Для пожвавлення інвестиційної активності підприємств та активізації процесу нагромадження капіталу держава (в умовах ринку) додатково до прискореної амортизації може знижувати ставки оподаткування прибутку. Найбільший стимулюючий ефект досягається при поєднанні пільгової амортизаційної політики з політикою "дешевих" грошей (кредитною експансією).

Суттєве значення для формування власних інвестиційних ресурсів мають й інші джерела коштів підприємства. Зокрема, до них належать такі:

3. Страхова сума відшкодування збитків, викликаних втратою майна.

4. Раніше здійснені термінові фінансові вкладення, термін погашення яких закінчується в поточному періоді.

5.Реінвестована шляхом продажу частина основних засобів.

6. Іммобілізована в інвестиції частина надлишкових оборотних активів.

Друга група можливих інвестиційних ресурсів підприємства – позикові джерела, які в сучасній світовій практиці використовують насамперед для фінансування інвестиційних проектів з низьким ступенем ризику та чітко визначеними шляхами успішної реалізації проекту.

До складу позикових джерел входять такі:

1. Довготермінові кредити банків та інших кредитних інститутів. Зазначимо, що з економічного погляду не можна ототожнювати терміни "позика" і "кредит" (хоч кредит інколи може виступати у формі позики – безвідсоткового кредиту). Отже, позика (позичка) – це вид господарсько-економічної операції, у процесі здійснення якої одна сторона (позикодавець) передає іншій стороні (позичальнику) у тимчасову власність гроші або товари (речі), а позичальник зобов'язується повернути таку саму суму чи кількість товару в заздалегідь обумовлений строк. Отже, позика надається завжди на умовах повернення, але без комерційного зиску, тобто безкоштовно. *Кредит* – господарсько-економічна операція з надання однією стороною (звичайно юридичною особою) іншій (юридичній або фізичній особі) грошей чи певного товару в борг (строкове користування на засадах повернення) і, як правило, за певну плату (сплату встановленого відсотка від загальної суми кредиту). Кредитні операції є багатоспрямованими і порівняно численними, тому їх

групують за певними ознаками. Довготермінові кредити в основні засоби підприємств звичайно називають інвестиційними.

Проте в Україні банки (як, до речі, й інші фінансові структури) поки що орієнтовані насамперед на короткотермінове кредитування, оскільки це визначається структурою їх пасивів: власні кошти відносно невеликі, а залучені, як правило, – короткотермінові. Отже, короткотермінова структура депозитів у сучасних умовах диктує банкам необхідність і самим орієнтуватися на короткотермінові кредити, таким чином стримуючи зростання частки довготермінових кредитів. Інфляція також робить довготерміновий кредит невигідним для банків.

Активізація процесу залучення коштів населення до банківських установ гальмується наявними нині значним розривом між ставками за кредитами та депозитами комерційних банків. Ризиковий характер інвестиційної діяльності в сучасних умовах зумовлює високі кредитні ставки, крім того, банки в більшості випадків взагалі не бажають ризикувати, оскільки немає досконалої системи добору ефективних конкурентоспроможних інвестиційних проектів.

Перетворення довготермінових кредитів банків на реальне джерело інвестиційних ресурсів підприємства можливе лише за низької реальної відсоткової ставки за ними, а саме – 10–12% річних, при відстроченні виплат до закінчення освоєння виробничих потужностей. Необхідно переорієнтувати інтереси банків з роботи на ринку цінних паперів на інвестування реального виробництва. Як показує господарська практика, у розвиненій ринковій економці підвищення реальної відсоткової ставки на 1% зменшує інвестиції у нове обладнання на 10–15%.

Останнім часом поряд з традиційними банківськими технологіями – кредитами – з'явилася нова форма – форфейтинг, яку використовують для фінансування насамперед спільних інвестиційних проектів, і фактично вона трансформує комерційний кредит у банківський.

Взагалі операція "а-форте" (фр. a forfait – цілком, загальною сумою) – це купівля у кредитора на безобіговій основі боргу, зазначеного в оборотному документі. Покупець (інвестор), який не має на момент укладання контракту необхідної суми фінансових засобів для оплати угоди з придбання певного об'єкта, виписує продавцю комплект векселів, загальна вартість яких дорівнює вартості об'єкта, що реалізується, з урахуванням відсотків за відстрочення платежу, тобто за наданий комерційний кредит. Терміни платежів за векселями рівномірно розподілені, зазвичай кожний вексель виписують на півроку (хоч за певних умов термін може бути збільшено і до року).

Отриманий комплект векселів покупець враховує у банку без права обороту на себе (тобто передбачається звільнення продавця від майнової відповідальності у випадку, якщо банк не зможе стягнути з векселедавця вказані у векселях суми) і одразу отримує гроші за реалізований товар. Таким чином, комерційний кредит надає не сам продавець, а банк, який погодився врахувати комплект векселів і тим самим узяти весь ризик на себе. Купівля оборотного зобов'язання відбувається, як правило, зі знижкою. Проте форфейтинг для інвестора є відносно дорогою формою кредитування, оскільки

кредит він отримує в кінцевому підсумку через посередника (банки). Механізм форфейтингу переважно використовується у двох видах операцій: експортних – з метою сприяння надходження наявних грошей експортерові, що надав кредит іноземному покупцеві, а також фінансових – з метою швидкої реалізації довготермінових фінансових зобов'язань.

Використання фортфейтингу вигідне і доцільне, коли підприємству одноразово потрібна велика сума для здійснення інвестицій у придбання нового обладнання тощо з відстроченням платежу на термін від шести місяців до семи років. До того ж така операція вигідна експортерові, бо фортфейтер купує боргові зобов'язання за вирахуванням відсотків на весь термін.

Фінансування інвестицій підприємства може також здійснюватися шляхом отримання іноземних кредитів. Як правило, такі кредити надають так звані фонди допомоги – інвестиційні інститути, які підтримуються іноземними урядами. Ці фонди надають кредити переважно підприємствам, які виготовляють продукцію на експорт або можуть запропонувати ліквідні активи як заставу.

2. Емісія облігацій підприємства. Облігація – цінний папір, що засвідчує внесення його власником певної суми грошових коштів і підтверджує зобов'язання емітента (облігації мають право випускати підприємства усіх форм власності) відшкодувати номінальну вартість у зазначений у цінному папері термін з виплатою фіксованих відсотків. Облігації всіх видів розповсюджуються серед юридичних і фізичних осіб на добровільних засадах. Володіння облігацією не дає права на участь в управлінні товариством. Облігації можуть бути іменними і на пред'явника, відсотковими та безвідсотковими (цільовими). Курс облігацій на ринку цінних паперів залежить від попиту та пропозиції на них. Тому ринкова вартість кожної конкретної облігації у певний момент часу може бути вищою або нижчою від номінальної.

Емісія облігацій у світовій практиці набула значного поширення, але в Україні, насамперед через економічну нестабільність та велику ймовірність погіршення загального економічного становища в країні, цей вид цінних паперів як джерело інвестиційних ресурсів майже не використовується (невідомо, яку ставку дохідності треба встановлювати за облігаціями).

Крім того, цей вид ресурсів не поширений у зв'язку з нерозвиненістю фондового ринку, неплатоспроможністю попиту та невеликими розмірами статутного фонду більшості підприємств (чинне законодавство обмежує обсяги емісії облігацій у межах не більше 25 % обсягу статного фонду і дозволяє її тільки після повної оплати всіх попередніх емісій акцій). Емісійний дохід, який отримують від продажу облігацій, обкладається податком на прибуток, тому це джерело фінансування інвестицій можуть використовувати переважно великі підприємства зі значними розмірами статутного фонду, які погоджуються нести майнову відповідальність за залучені ними кошти (підприємство відповідає за них усім своїм майном).

3. Цільовий державний кредит, спрямований на конкретний вид інвестування. Наприклад, Постановою КМУ від 13.04.2000 № 654 на базі колишнього Державного інноваційного фонду та його регіональних відділень

було створено Українську державну інноваційну компанію як небанківську фінансово-кредитну установу, основними завданнями якої є такі: організація роботи з добору та експертизи інноваційних проектів, спрямованих на забезпечення розвитку економіки; фінансування інноваційних проектів, спрямованих на впровадження прогресивних науково-технічних розробок і технологій у виробництво, освоєння випуску нових видів продукції шляхом надання підприємствам кредитів, інвестування та здійснення цими підприємствами спільної діяльності; залучення позабюджетних джерел (у тому числі іноземних) для фінансування інноваційних проектів; забезпечення повернення інноваційних позик Державного інноваційного фонду шляхом запровадження управління борговими зобов'язаннями дебіторів. Відсоткові ставки за кредитами є пільговими (не перевищують 10—12 % річних).

4. Податковий інвестиційний кредит – це відстрочення сплати податку на прибуток, що надається суб'єкту підприємницької діяльності на визначений термін з метою збільшення його фінансових ресурсів для здійснення інноваційно-інвестиційних програм, з наступною компенсацією відстрочених сум у вигляді додаткових надходжень податку через загальне зростання прибутку, що буде отриманий внаслідок реалізації таких програм.

5. Інвестиційний лізинг – довготермінова передача на платній основі майна підприємства, машин та обладнання – є однією з перспективних форм залучення позикових ресурсів. Його можна вважати різновидом довготермінового кредиту, що надається в натуральній формі, тобто як довготермінова оренда різноманітного устаткування і транспортних засобів. Лізингові відносини є, по суті, кредитними угодами, оскільки лізингоотримувач отримує в тимчасове користування вартість, втілену в машини та обладнання, на умовах зворотності та платності. Підприємства більшості країн світу вже давно практикують оновлення виробничих потужностей за рахунок лізингу, оскільки лізинг дає змогу не заморожувати власний капітал, заощаджувати на витратах, пов'язаних із володінням майном, встановлювати за погодженням із лізингодавцем гнучкіший, ніж за кредитною угодою, порядок здійснення платежів, можливе також укладання лізингових угод без необхідності застави тощо. Однак у кінцевому підсумку лізингова угода, як правило, виявляється дорожчою, ніж кредит, оскільки у лізингові платежі обов'язково закладається сума амортизації, а також комісійна винагорода лізингодавцю за надані послуги лізингоодержувача, передбачені договором лізингу. Лізинг може бути дешевшим від кредитної угоди, наприклад, за наявності певних пільг, що, до речі, практикується в багатьох розвинених країнах для стимулювання розвитку лізингу.

Укладанню лізингової угоди передує всебічне дослідження потенційним лізингодавцем фінансового становища підприємства – лізингоодержувача (як і при укладанні будь-якої кредитної угоди). Лише якщо фінансовий стан клієнта визнано задовільним, приймається рішення про укладання лізингової угоди.

6. Інвестиційний селенг – це порівняно нова форма залучення інвестиційних ресурсів, яка полягає у передачі власником (юридичною або фізичною особою) права користування і розпорядження своїм майном за певну

плату. До такого майна можуть належати будівлі, споруди, сировина і матеріали, цінні папери, продукти інтелектуальної праці.

7. Кошти фізичних осіб. На Заході кошти фізичних осіб – приватні інвестиції в інноваційно-інвестиційну сферу – набули досить значного поширення. У прямому ризиковому (венчурному) фінансуванні особлива роль належить так званим неформальним індивідуальним інвесторам. Однак в Україні трапляються лише поодинокі випадки вкладення коштів фізичними особами в інвестиційні чи інноваційні проекти.

Крім зазначених позикових джерел формування інвестиційних ресурсів підприємства можна виокремити ще такі короткотермінові позикові джерела: короткострокові кредити та позики банків і небанківських фінансових інститутів; товарні (комерційні) кредити, що надаються постачальниками сировини та матеріалів.

До складу залучених джерел належать такі:

1. Емісія акцій підприємства. *Акція* – цінний папір без визначеного терміну обігу, який засвідчує пайову участь у статутному фонді акціонерного товариства, підтверджує членство в ньому та право на участь в управлінні акціонерним товариством і одержання частини прибутку у вигляді дивідендів, а також на участь у розподілі майна в разі ліквідації акціонерного товариства.

Є два основних типи акцій: *прості та привілейовані*. Останні дають їх власнику переважне право на одержання фіксованих та гарантованих дивідендів, а також на першочергову участь у розподілі майна акціонерного товариства в разі припинення його діяльності як юридичної особи, але не дають права на участь в управлінні товариством (на відміну від простих акцій). Отже, акціонерні товариства у разі необхідності залучення додаткових інвестиційних ресурсів випускають привілейовані акції насамперед тому, що вони дають змогу мобілізувати капітал, не втручаючись у права володіння майном підприємства, оскільки не дають права голосу. Окрім того, на відміну від облігацій їх не треба викуповувати в зазначений термін, а за привілейованими акціями з відкликанням підприємство само вибирає термін викупу.

Доходи за простими акціями виплачуються з чистого прибутку, залежно від його обсягу і поділу на частину, що заощаджується, та частину, що виплачується у вигляді дивідендів (виплата дивідендів за простими акціями здійснюється в останню чергу після виплати відсотків за привілейованими акціями). Розмір дивідендів визначається за залишковим принципом та може значно коливатись, але необхідно мати на увазі, що звичайні акції краще пристосовані до умов інфляційної економіки та до змін кон'юнктури фондового ринку. При розподілі майна внаслідок ліквідації підприємства прості акції забезпечуються в останню чергу. Таким чином, рівень ризику інвестування в привілейовані акції значно нижчий, ніж у прості акції, але вищий за вкладення в облігації підприємства, оскільки ті не мають чіткого терміну погашення та достатньо надійного забезпечення майном товариства при його ліквідації.

У структурі фінансування інвестицій у промислово розвинених країнах з ринковою економікою найбільша частка припадає на акціонерний капітал,

однак в Україні, насамперед через загальну нерозвиненість фондового ринку та його інфраструктури, він становить незначну частку.

2. ***Емісія інвестиційних сертифікатів*** розглядається як джерело інвестиційних ресурсів для інвестиційних фондів та компаній.

Інвестиційний сертифікат – це цінний папір, який випускається виключно інвестиційним фондом або інвестиційною компанією і дає його власникові право на одержання доходу у вигляді дивідендів. Інвестиційні сертифікати можуть бути іменними та на пред'явника; обсяг їх емісії не може перевищувати 15-кратного розміру статутного фонду; розміщуються і викуповуються за ціною, яка відповідає вартості чистих активів; вони також можуть обмінюватися на приватизаційні папери (вважається, що для громадян інвестиційний фонд є найбільш привабливою формою розміщення їх приватизаційних коштів).

Інвестиційні фонди та інвестиційні компанії являють собою комерційні акціонерні товариства і здійснюють свою діяльність виключно в галузі інвестування народного господарства України. *Інвестиційний фонд* – це юридична особа, заснована у формі закритого акціонерного товариства, що здійснює діяльність (причому виключно у сфері спільного інвестування), пов'язану із залученням коштів за рахунок емісії власних цінних паперів та з інвестуванням власних коштів у цінні папери інших емітентів. Спільним інвестуванням визнається діяльність, яка здійснюється в інтересах та за рахунок засновників і учасників інвестиційного фонду шляхом випуску інвестиційних сертифікатів і проведення операцій з цінними паперами. Статутний капітал інвестиційного фонду має становити не менше 2 тисяч мінімальних заробітних плат (інвестиційної компанії – 50 тисяч), встановлених на момент його реєстрації, та може формуватися за рахунок внесків у вигляді коштів, цінних паперів і нерухомого майна (частка останнього не має перевищувати 25%). Не можуть бути засновниками фонду юридичні особи, частка державного майна у статутному фонді яких перевищує 25% загального майна фонду.

Інвестиційні фонди поділяються на відкриті та закриті. Відкритий інвестиційний фонд випускає інвестиційні сертифікати із зобов'язанням перед його учасниками щодо їх викупу, а закритий – здійснює випуск сертифікатів без зобов'язань щодо їх викупу. Інвестиційний фонд не має права мати у своїх активах більш ніж 10% цінних паперів одного емітента (25% – за умови їх придбання за приватизаційні папери) та інвестувати понад 5% своїх активів у цінні папери одного емітента; тримати в цінних паперах менш ніж 70% активів інвестиційного фонду; брати банківські кредити (крім випадків, коли отриманий кредит буде використано для викупу відкритим фондом своїх інвестиційних сертифікатів); займатися представницькою діяльністю з приватизаційними паперами; здійснювати інвестиції в цінні папери, емітентом яких є афілійована особа інвестиційного фонду.

Під *інвестиційною компанією* розуміється торговець цінними паперами, який здійснюючи певні види діяльності (посередницькі, консультативні та інші послуги на ринку цінних паперів, але такі що не суперечать законодавству), також залучає кошти для здійснення спільного інвестування шляхом випуску та

розміщення цінних паперів. Інвестиційні компанії створюються у формі акціонерних товариств або товариств з обмеженою відповідальністю для проведення спільного інвестування.

Для здійснення спільного інвестування інвестиційна компанія має заснувати взаємний фонд – відокремлений підрозділ компанії. Емісію інвестиційних сертифікатів інвестиційний та взаємний фонди інвестиційної компанії здійснюють після реєстрації їх випуску Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

На жаль, розвиток інститутів спільного інвестування в Україні перебуває сьогодні у стані кризи, і через непослідовність та правову недосконалість концепції масової приватизації такі інститути майже дискредитовано.

3. Безоплатно надані державними органами та комерційними структурами кошти на цільове інвестування (або спонсорські кошти). Це джерело фінансування інвестицій досить широко застосовується на Заході, проте в Україні через дефіцит бюджетних коштів вітчизняним підприємцям на державне цільове інвестування розраховувати майже не доводиться.

4. ***Внески сторонніх вітчизняних та зарубіжних інвесторів до статутного фонду***. Як недолік цього джерела зазначимо, що в разі вступу до товариства нового учасника воно підлягає перереєстрації, а це досить трудомісткий процес.

5.3. Методичні підходи до оцінки вартості інвестиційного капіталу

В інвестиційному менеджменті проблемі визначення вартості капіталу та аналізу його структури компанії надають першочергового значення та приділяють велику увагу. Концепція вартості капіталу є однією з базових у теорії капіталу. Крім визначення відсотків, які необхідно сплатити власникам фінансових ресурсів, вона також характеризує норму рентабельності інвестованого капіталу, яку необхідно забезпечити компанії (підприємству), щоб не зменшити своєї ринкової вартості. Вартість капіталу є ключовим фактором стосовно оренди або купівлі основних засобів, рефінансування облігацій та в питаннях, пов'язаних із використанням боргу порівняно з акціонерним капіталом. Зміна структури капіталу буде впливати на ризикованість загального фонду компанії, який вона використовує для фінансування своїх активів.

Необхідно розрізняти два поняття – вартість капіталу та вартість (ціна) підприємства в цілому як суб'єкта на ринку капіталів. Під вартістю капіталу розуміють мінімальну норму дохідності, яку очікують отримати інвестори від альтернативних можливостей вкладення капіталу за незмінної величини ризику. Вартість капіталу виражається у вигляді відсоткової ставки від суми інвестованих засобів, яку необхідно сплатити інвестору протягом року за використання його капіталу.

Ціна підприємства може характеризуватися різними показниками, зокрема величиною власного капіталу. Обидва ці поняття кількісно

взаємопов'язані. Так, якщо підприємство бере участь в інвестиційному проекті, дохідність якого менша за вартість капіталу, ціна підприємства по закінченні реалізації цього проекту зменшиться.

Таким чином, вартість капіталу є ключовим елементом теорії та практики інвестиційного менеджменту. Основна галузь застосування вартості капіталу – оцінювання економічної ефективності інвестицій. Ставка дисконту, що використовується в методах оцінювання ефективності інвестиційних проектів, є середньозваженою вартістю капіталу, що вкладається в підприємство.

Отже, інвестиційному аналізові передує розрахунок середньозваженої вартості капіталу (WACC), яка є мінімальною нормою дохідності, що очікується інвесторами та кредиторами від своїх вкладень, і розраховується як середнє з вартостей окремих компонентів, зважених за їхньою часткою в загальній структурі капіталу.

З погляду ризику, для розрахунку середньозваженої вартості капіталу (WACC) використовують наступну формула (ф. 5.2):

$$WACC = H_{HB} + R_P + I_P \ , \qquad (5.2)$$

де $H_{НВ}$ – безризикова частина норми прибутку на вкладений капітал;

R_p – премія за фінансовий та підприємницький ризики, притаманні певному підприємству;

I_p - інфляційна премія.

В американських та англійських підручниках з інвестиційного менеджменту та аналізу середньозважена вартість капіталу позначається як WACC – Weighted average cost of capital. Таким чином, для того щоб визначити загальну вартість капіталу підприємства, необхідно спочатку оцінити величину кожної його складової.

Визначення вартості запозиченого капіталу як джерела засобів підприємства.

Довготерміновий кредит від комерційних банків (у цьому випадку вартість запозиченого капіталу фактично дорівнює, іноді враховуючи вартість його залучення, відсотковій ставці з кредиту, відповідно скоригованої на податковий ефект, і визначається шляхом договірної угоди між кредитором та позичальником у кожному конкретному випадку окремо).

Якщо підприємство не несе додаткових витрат із залучення банківського кредиту або якщо вони не суттєві стосовно суми залучених засобів, то наведена формула оцінки вартості банківського кредиту використовується без її знаменника.

Порівняльне оцінювання вартості довготермінових банківських кредитів із різними розрахунковими схемами нарахування відсотків здійснюється за допомогою узагальнюючого показника, що отримав назву ефективної річної відсоткової ставки (EAR). Цей показник змінює фактичну ефективність вкладення капіталу, визначену з урахуванням кількості нарахувань за рік (чим більше значення т, тим вища вартість залученого кредиту).

Випуск облігацій, що мають заданий термін погашення і номінальну відсоткову ставку. Вартість облігаційної позики (Rop) як джерела засобів підприємства можна розрахувати за такою формулою (ф. 5.3):

$$R_{OP} \approx \left(V_N \times c + \frac{V_N - V_P}{n} \right) \div \left(\frac{V_N + V_P}{2} \right), \qquad (5.3)$$

де с – ставка відсотка, в частках одиниці;

V_N – розмір позики (номінальна вартість облігації);

Vp – поточна реалізаційна ціна облігації;

n – загальний термін передбачуваної позики (або кількість років, що залишилася до погашення облігації).

Вартість фінансового лізингу визначається на основі ставки лізингових платежів, що передбачає поступове повернення основної суми боргу (на основі норми річної амортизації засобів, залучених на умовах фінансового лізингу) та вартості безпосереднього обслуговування лізингового боргу.

Вартість товарного (комерційного) кредиту оцінюється відносно двох форм його надання: за кредитом у формі короткотермінової відстрочки платежу; за кредитом у формі довготермінової відстрочки платежу.

Моделі визначення вартості власного (акціонерного) капіталу як джерела засобів підприємства

Вартість власного та акціонерного капіталу – це грошовий дохід, який бажають отримати власники простих акцій. Висловлюючись за реінвестування частини своїх прибутків, акціонери фактично вважають, що їх вилучення та вкладання в певні (інші) ринкові активи є більш вигідним. У певному сенсі така операція рівнозначна придбанню ними нових акцій, а отже, вартість джерел засобів власного капіталу "відкладений до виплати прибуток" чисельно дорівнює вартості джерела засобів "прості акції" (оскільки весь прибуток – власність акціонерів). Виходячи з того, якою вихідною інформацією володіють експерти-аналітики, можна розрахувати вартість власного капіталу як джерела засобів компанії за кількома моделями. Формулу поточної вартості простої акції доцільно використовувати також при розробці дивідендної політики підприємства.

Зазначимо, що модель прогнозованого зростання дивідендів, як правило, застосовується до тих компаній, величина зростання дивідендів яких постійна.

Зазначимо також, що для державних підприємств вартістю власного капіталу може слугувати відношення щорічного чистого прибутку підприємства, що залишився в його розпорядженні, до суми накопичених власних засобів (за балансом на кінець року).

У цілому за ринком цінних паперів Р-коефіцієнт дорівнює одиниці, причому більшість Р-коефіцієнтів підприємств знаходиться в інтервалі від 0,5 до 2,0. Так, Р = 1 свідчить, що акції певної компанії мають середній ступінь ризику, який склався на ринку в цілому; Р < 1 – що цінні папери певної

компанії менш ризикові, ніж у середньому на ринку (Р = 0,5 свідчить, що певний цінний папір у два рази менш ризиковий, ніж у середньому на ринку; Р = -0,5 – ризик дорівнює половині ринкового, напрям руху залежності доходів компанії протилежний ринковому); Р > 1 – що цінні папери певної компанії більш ризикові, ніж у середньому на ринку; р = 2 – у два рази більш ризикові, ніж у середньому на ринку; Р = 0 – що активи компанії абсолютно безризикові (таке становище бажане, але на практиці буває дуже рідко).

Використання моделі цінових капітальних вкладень найбільш поширено в умовах стабільної ринкової економіки за наявності великої кількості даних, що характеризують прибутковість роботи підприємства.

Згідно з емпіричними дослідженнями основним джерелом фінансування капіталу підприємств є не зовнішні джерела, а нерозподілений прибуток, роль ринку капіталів як джерела засобів для корпорацій значна лише в Сполучених Штатах Америки та Великій Британії, а основним джерелом зовнішнього фінансування у більшості країн є банківська система.

Згідно з моделлю прибутку на акцію оцінка вартості власного капіталу базується на показнику прибутку на акцію, а не на розмірі дивідендів.

Багато інвесторів вважають, що саме показник прибутку на акцію відображає реальний дохід, що отримують акціонери (незалежно від того, реінвестується він з тим, щоб принести інвесторам вигоду в майбутньому, чи сплачується у вигляді дивідендів).

Оскільки один з основних показників ефективності та доцільності здійснення інвестицій в акції більшість аналітиків розглядають показник чистого прибутку (після сплати податків та відсотків) у розрахунку на одну акцію. Досліджуються не лише величина прибутку, а й стабільність і темпи зростання цього показника.

Зазначимо також, що на основі показника чистого прибутку ґрунтується найбільш відомий та вживаний практиками коефіцієнт, що оцінює ефективність інвестицій, – відношення поточної ціни акції до обсягу чистого прибутку на одну акцію – так званий *коефіцієнт price-earnings ratio (P/E).*

Порівняльний аналіз коефіцієнтів Р/Е є простим та ефективним засобом для визначення неправильно оцінених акцій (порівняння може проводитися відносно середньоринкових або середньогалузевих показників). Нагадаємо, для розвиненої економіки середніми показниками можна вважати значення коефіцієнтів Р/Е в межах 7—9 у період спаду та 15—18 – у період економічного піднесення (вартість активів, як правило, зростає в періоди пожвавлення, і навпаки). Економічний спад, пов'язаний із трансформацією економіки у пострадянських країнах, є однією з причин низьких показників Р/Е навіть для провідних та стійких підприємств.

Важливим фактором, що визначає вартість джерела засобів "прості акції", а відповідно, і коефіцієнт Р/Е, є також очікувані темпи зростання прибутків певного підприємства (чим вони вищі, тим вище значення Р/Е). Це особливо важливо для інвесторів, які розглядають доцільність здійснення довготермінових вкладень капіталу.

Випадки недооціненості або переоціненості акції, а отже, і можливість отримання арбітражного прибутку певного підприємства пов'язані з такими спеціальними ситуаціями, як злиття та поглинання підприємств, їх реорганізація, процедура банкрутства та зміна структури капіталу підприємства (інформація про можливість подібних подій є основою для прибуткових спекулятивних операцій).

Вартість власного капіталу також можна розрахувати *за моделлю "дохід на облігацію плюс премія за ризик".* Для цього аналітики, які не цілком впевнені у результатах, отриманих за моделлю CAPM, додають до відсоткової ставки на довготерміновий борг, яким володіє компанія, премію за ризик (розміром три-п'ять відсоткових пунктів).

Зрозуміло, що фірми з вищим ступенем ризику та з високими відсотковими ставками з боргу будуть мати вищу вартість акціонерного капіталу (дохідність облігацій більш ризикової компанії має бути більша).

Зазначимо, що потенційних іноземних інвесторів можна зацікавити вкладенням капіталу в підприємства України лише значною премією за ризик (таким інвестором фактично може бути лише велика західна компанія). Дійсність така, що жодна з моделей не може абсолютно точно передбачити істинну вартість власного капіталу і, звичайно, всі моделі в підсумку приводять до різних результатів (тобто всі наявні моделі є лише оціночними).

Особливості розрахунку та застосування середньозваженої вартості капіталу. Визначення ціни підприємства (компанії) При розрахунку WACC компанії необхідно завжди пам'ятати:

1. Відсотки, що сплачуються із запозиченого капіталу (ураховуючи і кредиторську заборгованість), зараховуються до витрат на виробництво продукції, тобто включаються в її собівартість. Таким чином, вартість запозиченого капіталу після сплати податків стає нижчою за вартість до сплати податків.

2. До структури капіталу компанії не зараховується короткотерміновий борг (тобто до розрахунків WACC не будуть залучатися джерела короткотермінових засобів у випадку, коли цього конкретно не вимагають нормативні акти певної країни).

Таким чином, економічний зміст WACC полягає в тому, що підприємство може приймати будь-які рішення інвестиційного характеру, рівень рентабельності яких не нижчий за поточне значення показника WACC. Саме з розрахованою WACC порівнюється показник внутрішньої норми дохідності інвестиційного проекту (IRR), розрахований для конкретного проекту, при цьому зв'язок між ними такий: якщо IRR перевищує WACC, то проект може бути прийнятий до реалізації, оскільки задовольняє інтереси інвесторів та кредиторів; якщо IRR < WACC, то проект не приймають; якщо IRR > WACC, то проект є ні прибутковим, ні збитковим. Крім того, показник WACC може використовуватись для визначення ціни підприємства (ЦП) у цілому як суб'єкта на ринку капіталу.

Якщо чисті грошові надходження підприємства прогнозуються за роками в однакових обсягах, то розрахунок ціни підприємства суттєво спрощується і

становить собою просто відношення чистих грошових надходжень підприємства (за будь-який рік) до середньозваженої вартості його капіталу.

Досить часто трапляються випадки, коли підприємство, продовжуючи стабільне виробництво, коштує менше, ніж поточна ринкова вартість його основних засобів. Незважаючи на те, що ринкову вартість активів підприємства досить важко оцінити, навіть приблизні оцінки бувають надзвичайно корисні.

У процесі приватизації трапляються випадки, коли вартість підприємства виявилася на порядок нижчою за ринкову вартість нерухомості, що йому належить.

Приклад: Інвестиційному менеджеру необхідно визначити середньозважену вартість капіталу компанії "ZXZ" на кінець поточного року, якщо податок на прибуток та інші обов'язкові відрахування від прибутку становлять 25 % . У його розпорядженні є такі дані. Компанія "ZXZ" планує випустити облігації номінальною вартістю 500 ум. гр. од. з терміном погашення 10 років і ставкою відсотка 10 %. Витрати щодо реалізації облігації становлять у середньому 3,5 % номінальної вартості. Для більшої привабливості облігації вони реалізуються на умовах дисконту – 2,5 % номінальної вартості.

Компанія "ZXZ" виплачує в поточному році дивіденди у розмірі 2 ум. гр. од. на одну просту акцію при шестивідсотковому запланованому річному зростанні дивідендів. Поточна ринкова ціна акції компанії становить 20 ум. гр. од., а прибуток на одну акцію в минулому році становив 3 ум. гр. од. Крім того, компанія планує у поточному році випустити нові акції, витративши на випуск 10 % їхньої вартості1.

Відомо, що дохідність безризикових цінних паперів (гарантований відсоток, що виплачується за державними цінними паперами) становить 7 %. Очікуваний показник середньої дохідності на фондовому ринку – 12,5 %. Показник ризику (b-коефіцієнт) компанії "ZXZ" дорівнює 1,6.

За привілейованими акціями компанії "ZXZ" сплачується щорічний дивіденд у розмірі 5 ум. гр. од., поточна ринкова ціна акції – 40 ум. гр. од. У поточному році компанія планує випустити нові привілейовані акції, витративши на випуск 10 % вартості акцій. Загальна ринкова вартість (облікова оцінка) простих акцій компанії "ZXZ" становить 4 300 000 ум. гр. од., знову випущених – 200 000 ум. гр. од.; привілейованих акцій – 150 000 ум. гр. од., знову випущених привілейованих акцій – 50 000 ум. гр. од. Сума запозичених довготермінових банківських кредитів становить 2 000 000 ум. гр. од., короткотермінових – 1 000 000 ум. гр. од.; облігаційна позика становить 500 000 ум. гр. од. Середня вартість довготермінових банківських кредитів – 14% річних, короткотермінових – 18%.

Розв'язання:

І. Розрахунок вартості окремих складових капіталу компанії "ZXZ".

1. Визначення вартості запозиченого капіталу як джерела засобів підприємства.

Вартість довготермінового кредиту від комерційних банків фактично дорівнює самій відсотковій ставці кредиту (враховуючи податковий ефект).

Вартість облігаційної позики як джерела засобів компанії розраховується так:

500 * 0,10 + (500 – (500 – 500 0,035 – 500 * 0,025)) : 10 500+ (500-500 0,035-500 0,025):2 500 0,1+ 500(0,025+0,035) =500.(1 + 0.94): 2* 0,11, або 11%.

2. Визначення вартості власного капіталу як джерела засобів компанії.

1 Традиційно вважається, що випуск облігацій та залучення банківських кредитів у перспективі додатково вплинуть на повну ринкову вартість компанії внаслідок зміни її капітальної структури через фінансовий леверидж та податковий ефект. Але радимо додатково ознайомитися з моделлю структури капіталу американських економістів Модільяні й Міллера (так звана модель М – М).

Вартість власного капіталу – це грошовий дохід, який бажають отримати власники простих акцій. Інформація, якою ми володіємо (згідно з умовою завдання), дає нам змогу розрахувати вартість власного (акціонерного) капіталу як джерела засобів компанії за кількома наявними моделями.

II. Визначення частки складових джерел засобів компанії Наведені в умові завдання та розраховані в попередньому розділі дані, необхідні для визначення частки кожної зі складових джерел засобів компанії, наведено у вигляді таблиці 5.2.

Таблиця 5.2 – Визначення частки складових джерел засобів компанії

Джерела засобів	Облікова оцінка. ум. гр.. од.	Середня вартість цього джерела засобів (к), %
Прості акції: знову випущені прості акції	4300000 200000	16 17
Привілейовані акції: знову випущені привілейовані акції	150000 50000	12,5 13,9
Запозичені: короткостроковий банківський кредит довгостроковий банківський кредит облігаційна позика	 1000000 2000000 500000	 18 14 11

Пам'ятаючи, що до структури капіталу компанії при розрахунку WACC не включається короткотерміновий борг, визначимо загальну суму капіталу компанії:

а) 4 300 000 + 200 000 + 150 000 + 50 000 + 2 000 000 + 500 000 = 7 200 000 (ум. гр. од.);

б) частка (w) кожної зі складових джерел засобів компанії становить у загальній сумі:

• простих акцій: 100 = 59 72%, або 0,5972;

Ураховуючи той факт, що вартість запозиченого капіталу після сплати податків стає нижча за вартість до сплати податків, розраховуємо WACC компанії:

WACC = 16 % • 0,5972 + 17 % • 0,0278 + 12,5 % • 0,0208 + 13,9 % * 0,0069 + 14 % • (1 – 0,25) • 0,2778 + 11 % • (1 – 0,25) x 0,0694 = 13,64 %.

Висновок:

Отже, рівень витрат на підтримку економічного потенціалу підприємства за структури джерел засобів, що склалася, вимог інвесторів та кредиторів, дивідендної політики становить 13,64 % (або, інакше кажучи, всі витрати підприємства щодо виплати доходу всім власникам залучених інвестиційних засобів до загальної суми інвестиційних ресурсів становлять 13,64%).

Метод просторової оптимізації інвестиційних проектів

Обмеженість підприємства щодо можливостей залучення додаткових інвестиційних ресурсів за умови наявності при цьому декількох інвестиційно-привабливих і не пов'язаних між собою об'єктів інвестування завжди вимагає від його керівництва пошуку управлінського рішення щодо оптимального розміщення фінансових ресурсів. Залежно від вихідних умов кожної конкретної ситуації, що потребує оптимізації портфеля реальних інвестицій підприємства

У цілому під просторовою оптимізацією розуміють необхідність формування такого інвестиційного портфеля, щоб максимізувався сумарний можливий приріст капіталу від реалізації декількох не пов'язаних між собою інвестиційних проектів, які у сукупності потребують інвестицій більше, ніж потенційно є у підприємства (інвестора) фінансових ресурсів, котрі можуть бути використані для реалізації таких проектів.

Коли йде мова про просторову оптимізацію проектів, що піддаються подрібненню, мається на увазі можливість реалізації кожного конкретного проекту як у загальному обсязі необхідних для нього інвестицій, так і будь-якої окремої їх частини.

Для вирішення цієї проблеми береться відповідна частка інвестицій та грошових надходжень від реалізації конкретного інвестиційного проекту з тією умовою, щоб загальний обсяг ресурсів, спрямованих на реалізацію проектів, не перевищував встановленого ліміту на цілі реального інвестування.

Рентабельні проекти (із PI > 1) ранжуються в міру зменшення показника PI.

До інвестиційного портфеля підприємства послідовно включаються проекти в порядку зменшення їх показника PI до того моменту, поки їхня сукупна вартість не перевищує ліміту обсягів інвестицій, що можуть бути профінансовані підприємством.

Якщо перелік привабливих проектів не вичерпано і наявний залишок інвестиційних ресурсів, то наступний (за критерієм зменшення PI) проект беремо до реалізації не в повному обсязі, а лише в тій частині, яка може бути реально профінансована підприємством.

Звернемо вашу увагу, що за основу в цій методиці взято показник рентабельності інвестицій, оскільки саме він показує реальну віддачу кожної вкладеної у проект грошової одиниці. І справді, на практиці дуже легко можна пересвідчитися, що будь-який інший критерій відбору проектів до реального

інвестиційного портфеля обов'язково зменшить сумарні результати просторової оптимізації проектів.

Розглянемо цю методику на прикладі.

Приклад. Підприємство планує спрямувати на цілі реального інвестування 400 000 ум. гр. од., при цьому середньозважена вартість капіталу, сформованого за рахунок різних джерел, становить 25 %. Необхідно сформувати оптимальний інвестиційний портфель, якщо керівництво підприємства розглядає як інвестиційно-привабливі низку проектів і вважає за доцільне взяти максимальну участь у їх реалізації. Пропоновані до просторової оптимізації проекти характеризуються такими обсягами інвестицій та чистих грошових потоків, що повертаються за роками (див. табл. 5.3).

Таблиця 5.3 – Формування інвестиційного портфелю

Проекти	Разові початкові інвестиції (рік 0)	Чисті грошові потоки від реалізації інвестиційного проекту, на кінець року			
		1	2	3	4
Проект А	264	140	154	168	175
Проект В	182	105	126	154	105
Проект С	154	100	105	112	126
Проект Д	218	112	140	161	154

Розв'язання

Визначимо ефективність інвестиційних проектів, розрахувавши NPV та PI для кожного проекту. Проранжуємо проекти; отримані результати подано у табл. 5.4.

Просторова оптимізація у випадку, коли передбачається, що проекти не піддаються подрібненню, тобто вони вимагають цільових інвестицій у повному обсязі, оптимальний портфель визначається шляхом послідовного перегляду усіх можливих комбінацій пропонованих проектів і розрахунком їх сумарного NPV. Оптимальним вважається такий варіант комбінацій проектів, що забезпечує максимально можливе значення сумарного NPV. Розглянемо характерний приклад.

Приклад. Взявши вихідні числові дані попереднього прикладу, скласти план оптимального розміщення інвестицій, маючи на увазі, що всі проекти можуть бути прийняті до реалізації лише у повному обсязі, а сумарний обсяг інвестиційних ресурсів підприємства не перевищує 400 000 ум. гр. од.

Розв'язання

Можливі варіанти комбінації запропонованих інвестиційних проектів та їх сумарний NPV представлено в табл. 5.4.

Таким чином, портфелі, що включають проекти B + C або C + D не є оптимальними, оскільки їх сумарний NPV менший за максимально можливий, який отримано за варіанта портфеля, що включає проекти B + D. Відповідно, не є можливими портфелі A + B,A + C, A + D, оскільки, як видно з табл. 3.35, сумарні необхідні інвестиції у такі проекти перевищують наявний у підприємства ліміт фінансових ресурсів для реального інвестування.

Таблиця 5.4 – Результати аналізу інвестиційних проектів

Проекти	Загальний обсяг необхідних інвестицій	Загальний NPV проекту, ум. гр. од.	PI, коеф.	Ранжирування проектів, PI>1	Обсяг інвестицій, що будуть фактично здійснені за кожним проектом	Частка проектної інвестиції, що здійснено підприємством, %	Фактичний NPV, що передбачається отримати за кожним проектом, ум. гр. од.
А	264	104,26	1,39	4	0	0	0
В	182	104,50	1,57	2	182	100	104,5
С	154	102,15	1,66	1	154	100	102,15
Д	218	106,71	1,49	3	64	29,36	31,33
Всього:					400000	-	237,98

Метод граничної вартості капіталу

Оскільки середньозважена вартість капіталу зазнає впливу багатьох факторів, вона не є постійною величиною у тривалій перспективі. Наприклад, збільшення обсягу нових інвестицій (як за рахунок власних джерел, так і за рахунок запозичених засобів) відповідним чином може вплинути на WACC та ціну підприємства загалом. Реінвестування прибутку – найприйнятніша і відносно дешева форма фінансування інвестиційних проектів підприємств. Воно дає змогу уникнути додаткових витрат при випуску нових акцій.

Якщо господарюючому суб'єкту необхідно залучити додаткові джерела фінансування своєї діяльності, то можна очікувати як зміни структури капіталу так і ціни окремих його компонентів. Вартість одержання додаткової грошової одиниці у новому капіталі або середньозважена вартість останньої грошової одиниці нового капіталу, який отримує підприємство, дістала назву гранична вартість капіталу (MCC).

Якщо в процесі залучення додаткових засобів фінансування змінюється не лише структура капіталу, а й вартість окремих його компонент, необхідно розрахувати граничну вартість кожного джерела фінансування.

MCP, MCS – гранична вартість привілейованих акцій та реінвестованого прибутку (РП), у частках одиниці.

Збільшення граничної вартості кожного окремого елементу капіталу має стрибкоподібний характер. Наприклад, зростання WACC внаслідок продажу додатково емітованих простих акцій відбудеться тоді, коли буде вичерпано можливість фінансування за рахунок нерозподілених прибутків, тобто до певного обсягу залучення нового капіталу не приводить до зростання WACC, а потім нова одиниця капіталу залучається за більш високою вартістю.

Графічно механізм формування граничної вартості капіталу підприємства представлено на рис. 5.3.

Збільшення вартості залучення кожної додаткової одиниці джерела капіталу відображено на графіку стрибком динаміки MCC. Вона має назву точки розриву (А, В та С).

Рис. 5.3. Механізм формування граничної вартості капіталу

Отже, точка розриву – це грошова сума капіталу, який зможе отримати підприємство до того, як почне зростати WACC; при використанні різної структури капіталу отримуються різні точки розриву.

Точку розриву можна визначити за допомогою формули (ф.)

$$Тр = \frac{Кд}{Wk}\ , \qquad (5.4)$$

де Кд – обсяг додатково використаного капіталу за певним компонентом до збільшення рівня його вартості;

W_K – частка додатково використаного капіталу за певним джерелом засобів у загальній сумі додатково залученого капіталу.

Якщо побудувати графік інвестиційних можливостей, який показує очікувану норму дохідності на кожний інвестиційний проект підприємства, то середньозважена вартість капіталу в точці, де крива графіка інвестиційних можливостей перетинає графік граничної вартості капіталу, визначається як оптимальний бюджет капіталовкладень.

Наприклад, підприємство може реалізувати три інвестиційні проекти:

проект А – з необхідними обсягом капіталу 100 тис. ум. гр. од. та дохідністю 20 %;

проект В – з обсягом необхідних інвестицій у 150 тис. ум. гр. од. та дохідністю 18 %;

проект С – відповідно з 200 тис. ум. гр. од. необхідного капіталу та дохідністю 12 %.

Рис. 5.4 відображає інвестиційні можливості підприємства та передбачувану граничну вартість капіталу підприємства. У нашому прикладі оптимальний бюджет капіталовкладень становить 250 тис. ум. гр. од.

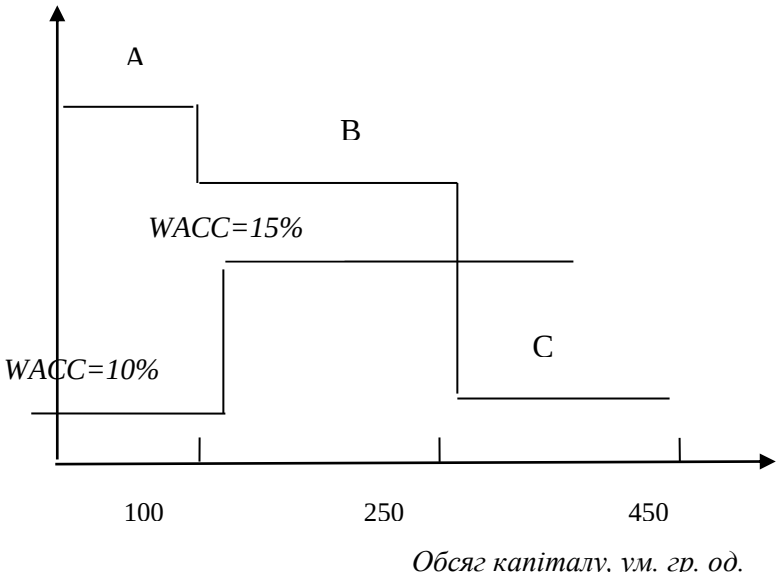

Рис. 5.4. Інвестиційні можливості підприємства

Для зниження ризику система джерел фінансування має бути по можливості диверсифікованою за терміном погашення та за видами джерел. Як критерії вибору та оптимізації джерел зовнішнього фінансування можуть бути використані:

– порівняння розмірів витрат на одержання фінансів з альтернативних джерел;
– термін виплати боргу з погляду вигідності терміну погашення у зручній для підприємства час;
– ймовірні обмеження у надходженні коштів; ризик переходу контролю до іншого власника.

Необхідно пам'ятати, що кредитори мають пріоритет перед власниками у виплаті відсотків і погашенні основної суми боргу, якщо підприємство перестає існувати. Як відомо, позики можуть бути з фіксованою або плаваючою оплатою. Якщо ставка фіксована, а коштів у підприємства не вистачає, воно муситиме продати частку свого майна для покриття боргу.

У випадку відсутності фіксації ніяких обмежень прав власника, окрім випадку банкрутства, немає. Таким чином, узагальнено формування системи джерел фінансування інвестицій підприємства має завжди передбачати: визначення критеріїв залучення того чи іншого джерела фінансування; аналіз можливих джерел фінансування на основі оцінки їх якісних та кількісних характеристик; вибір джерел, які найбільше відповідають обраним критеріям; визначення оптимальної структури фінансових джерел.

Методи оптимізації структури капіталу.

Одне з головних завдань формування інвестиційних ресурсів – оптимізація їхньої структури з урахуванням рівня прибутковості й ризику

інвестицій – реалізується різними методами. Одним з основних механізмів реалізації цього завдання є фінансовий леверидж.

Фінансовий леверидж характеризує використання підприємством позикових засобів, що впливає на зміну коефіцієнта рентабельності власного капіталу. Іншими словами, фінансовий леверидж являє собою об'єктивний фактор, що виникає з появою позикових засобів в обсязі використовуваного підприємством капіталу, що дозволяє йому дістати додатковий прибуток на власний капітал.

Показник, що відбиває рівень додатково генерованого прибутку на власний капітал при різній частці використання позикових засобів, називається ефектом фінансового левериджу. Він розраховується по наступній формулі:

$$ЕФЛ = \left(1 - C_{уд}\right) \times (КВР_А - ПК) * \frac{ЗК}{ВК}, \quad (5.5),$$

$$ЕФЛ \rightarrow \max$$

де ЕФЛ – ефект фінансового левериджу, %;

$С_{НП}$ – ставка податку на прибуток, яка виражена десятковим дробом;

$КВР_А$ – коефіцієнт валової рентабельності активів, %;

ПК – середній рівень проценту за кредит, %;

ЗК – середня сума запозиченого капіталу;

ВК – середня сума власного капіталу.

Розглянемо механізм формування ефекту фінансового левериджу на прикладі, наведеному в таблиці 5.5. Розглядаючи наведені дані, можна побачити, що по підприємству "А" ефект фінансового левериджу відсутній, тому що воно не використає у своїй господарській діяльності позиковий капітал. По підприємству "Б" цей показник становить 0,13%, відповідно по підприємству "В" – 9,4%.

З результатів проведених розрахунків видно, що чим вище питома вага позикових засобів у загальній сумі використовуваного підприємством капіталу, тим більший рівень прибутку воно одержує на власний капітал.

Розглядаючи раніше наведену формулу розрахунку ефекту фінансового левериджу, можна виділити в ній три основні складові:

1) Податковий коректор фінансового левериджу (1 – Снп), який показує в якому ступені проявляється ефект фінансового левериджу у зв'язку з різним рівнем оподаткування прибутку.

2) Диференціал фінансового левериджу ($КВР_А$ -ПК), що характеризує різницю між коефіцієнтом валової рентабельності активів і середнім розміром відсотка за кредит.

3) Коефіцієнт фінансового левериджу (ЗК/ВК), що характеризує суму позикового капіталу, використовуваного підприємством, розраховуючи на одиницю власного капіталу.

Виділення цих складових дозволяє цілеспрямовано управляти ефектом фінансового левериджу в процесі інвестиційної діяльності підприємства.

Таблиця 5.5 - Формування дефекту фінансового левериджу

№ з/п	Показники	Проекти		
		А	Б	В
1.	Середня сума всього капіталу	1000	1000	1000
	у тому числі:			
2.	Середня сума власного капіталу	1000	800	500
3.	Середня сума запозиченого капіталу	0	20	500
4.	Сума валового прибутку без урахування проценту за кредит	200	200	200
5.	Коефіцієнт валової рентабельності активів, % (без урахування проценту за кредит)	20	20	20
6.	Середній рівень проценту за кредит, %	10	10	10
7	Сума проценту за кредит (гр.3*гр.6)/100	-	20	50
8.	Сума валового прибутку підприємства з урахуванням витрат зі сплати проценту за кредит (гр.4-гр.7)	200	180	150
9.	Ставка податку на прибуток, яка виражена десятковим дробом	0,25	0,25	0,25
10.	Сума податку на прибуток (гр. 8*гр. 9)	50	45	37,5
11.	Сума чистого прибутку, які залишається у розпорядженні підприємства після виплати податку (гр. 8– гр. 10)	150	135	112,5
12.	Коефіцієнт рентабельності власного капіталу або коефіцієнт фінансової рентабельності, % (гр.11*100/гр.2)	15	16,8	22,5
13.	Приріст рентабельності власного капіталу при використанні позиченого, % (по відношенню до підприємства А) ЕФЛ	0	0,13	9,4

Податковий коректор фінансового левериджу практично не залежить від діяльності підприємства, тому що ставка податку на прибуток установлюється законодавчо. Разом з тим, у процесі керування фінансовим левериджем диференційований податковий коректор може бути використаний у наступних випадках:

а) якщо по різних видах діяльності підприємства встановлені диференційовані ставки оподаткування прибутку;

б) якщо за окремими видами діяльності підприємство використає податкові пільги за прибутком;

в) якщо окремі дочірні фірми підприємства здійснюють свою діяльність у вільних економічних зонах своєї країни, де діє пільговий режим оподаткування прибутку;

г) якщо окремі дочірні фірми підприємства здійснюють свою діяльність у державах з більше низьким рівнем оподаткування.

У цих випадках, впливаючи на галузеву або регіональну структуру виробництва, можна знизивши середню ставку оподаткування прибутку підвищити вплив податкового коректора фінансового левериджу на його ефект (за інших рівних умов).

Диференціал фінансового левериджу є головною умовою, що формує позитивний ефект фінансового левериджу. Цей ефект проявляється тільки в тому випадку, якщо рівень валового прибутку, генерованого активами підприємства, перевищує середній розмір відсотка за використовуваний кредит (що містить не тільки його пряму ставку, але й інші питомі витрати по його залученню, страхуванню й обслуговуванню), тобто якщо диференціал фінансового левериджу є позитивною величиною. Чим вище позитивне значення диференціала фінансового левериджу, тим вище за інших рівних умов буде його ефект.

У зв'язку з високою динамічністю цього показника він вимагає постійного моніторингу в процес керування ефектом фінансового левериджу. Цей динамізм обумовлений дією ряду факторів.

Насамперед , у період погіршення кон'юнктури фінансового ринку (у першу чергу, скорочення обсягу пропозиції на ньому вільного капіталу) вартість позикових засобів може різко зрости, перевищивши рівень валового прибутку, генерованого активами підприємства.

Крім того, зниження фінансової стійкості підприємства в процесі підвищення частки використовуваного позикового капіталу приводить до збільшення ризику його банкрутства, що змушує кредиторів збільшувати рівень ставки відсотка за кредит з урахуванням включення в неї премії за додатковий фінансовий ризик. При певному рівні цього ризику (а відповідно й рівні загальної ставки відсотка за кредит) диференціал фінансового левериджу може бути зведений до нуля (при якому використання позикового капіталу не дасть приросту рентабельності власного капіталу) і навіть мати негативну величину (при якій рентабельність власного капіталу знизиться, тому що частина чистого прибутку, генерованого власним капіталом, буде йти на обслуговування використовуваного позикового капіталу по високих ставках відсотка).

Нарешті, у період погіршення кон'юнктури товарного ринку скорочується обсяг реалізації продукції, а відповідно й розмір валового прибутку підприємства від операційної діяльності. У цих умовах негативна величина диференціала фінансового левериджу може формуватися навіть при незмінних ставках відсотка за кредит за рахунок зниження коефіцієнта валової рентабельності активів.

Формування негативного значення диференціала фінансового левериджу по кожній з перерахованих вище причин завжди приводить до зниження коефіцієнта рентабельності власного капіталу. У цьому випадку використання підприємством позикового капіталу дає негативний ефект.

Коефіцієнт фінансового левериджу. Цей коефіцієнт є важелем впливу на рентабельність власного капіталу підприємства під впливом його диференціала. Приріст коефіцієнту фінансового левериджу приводить до більшого його ефекту (при зростанні підвищує ефект фінансового левериджу, при зниженні сприяє зниженню ефекту)

Знання цього механізму сприяє можливості управління вартістю та структурою капіталу.

Оптимальна структура капіталу **–** це співвідношення використання власних та залучених засобів, при якому забезпечується найбільш ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової стійкості підприємства, тобто максимізується його ринкова вартість.

Процес оптимізації структури капіталу наведений на рисунку 5.5.

Рис. 5.5. Основні етапи оптимізації структури капіталу

На першій стадії аналізують динаміку основних елементів капіталу у співставленні зі динамікою виробництва та реалізації продукції, визначають співвідношення залученого та власного капіталу та його тенденції. У складі залученого капіталу визначаються суми і структура довго і короткострокових зобов’язань, визначається розмір та заподій прострочки.

На другій стадії розглядають систему коефіцієнтів фінансової стійкості (коефіцієнт автономії, коефіцієнт фінансового левериджу, коефіцієнт довгострокової фінансової незалежності, коефіцієнт співвідношення довго та короткострокової залежності)

Цей аналіз допомагає оцінити ступінь стабільності його фінансового розвитку й рівень фінансових ризиків, що генерують погрозу його банкрутства.

На третій стадії аналізу оцінюється ефективність використання капіталу в цілому й окремих його елементах. У процесі проведення такого аналізу розраховуються й розглядаються в динаміку наступні основні показники:

а) період обороту капіталу. Він характеризує число днів, протягом яких здійснюється один оборот власних і позикових засобів, а також капіталу в цілому. Чим менше період обороту капіталу, тим вище за інших рівних умов

ефективність його використання на підприємстві, тому що кожен оборот капіталу генерує певну додаткову суму прибутку;

б) коефіцієнт рентабельності сукупного капіталу, який використовується. За своїм чисельним значенням він відповідає коефіцієнту рентабельності сукупних активів, тобто характеризує рівень економічної рентабельності;

в) коефіцієнт рентабельності власного капіталу. Цей показник, що характеризує досягнутий рівень фінансової рентабельності підприємства, є одним з найбільш важливих, тому що він служить одним із критеріїв формування оптимальної структури капіталу;

г) капітал віддача. Цей показник характеризує обсяг реалізації продукції, що доводиться на одиницю капіталу, тобто у визначеній мері служить вимірником ефективності операційної діяльності підприємства;

д) капіталомісткість реалізації продукції. Він показує який обсяг капіталу задіяний для забезпечення випуску одиниці продукції і є базовим для моделювання потреби в капіталі в майбутньому періоді з урахуванням галузевих особливостей операційної діяльності.

Практика показує, що не існує єдиних рецептів ефективного співвідношення власного й позикового капіталу не тільки для однотипних підприємств, але навіть і для одного підприємства на різних стадіях його розвитку й при різній кон'юнктурі товарного й інвестиційного ринків. Основними факторами впливу на ефективне використання ресурсів є:

- галузеві особливості операційної діяльності
- стадія життєвого циклу підприємства
- кон’юнктура товарного ринку
- кон’юнктура інвестиційного ринку
- рівень рентабельності операційної діяльності
- коефіцієнт операційного левериджу
- відношення кредиторів до підприємства
- рівень оподаткування прибутку
- інвестиційний менталітет власників і менеджерів
- рівень концентрації власного капіталу

Оптимізація структури капіталу за критерієм максимізації рівня фінансової рентабельності (рентабельності власного капіталу). Для проведення таких оптимізаційних розрахунків використовують механізм фінансового левериджу. Розглянемо процес оптимізації структури капіталу за цим критерієм на наступному прикладі:

Приклад: Маючи у своєму розпорядженні власний капітал в 60 тис. ум. грош. одиниць, підприємство вирішило істотно збільшити обсяг своєї інвестиційної діяльності за рахунок залучення позикового капіталу.

Коефіцієнт валової рентабельності активів (без обліку витрат по оплаті відсотка за кредит) становить 10%. Мінімальна ставка відсотка за кредит (ставка без ризику) становить 8%. Необхідно визначити при якій структурі капіталу буде досягнутий найвищий рівень фінансової рентабельності підприємства. Розрахунки цього показника при різних значеннях коефіцієнта фінансового левериджу наведені в табл. 5.6.

Як видно з даних розрахункової таблиці найвищий коефіцієнт фінансової рентабельності досягається при коефіцієнті фінансового левериджу 1,0, що визначає відношення позикового й власного капіталу В пропорції 50:50%.

Наведені дані показують також, що ефект фінансового левериджу зведений до нуля в передостанньому варіанті при співвідношенні позикового й власного капіталу в пропорції 67:33% (у цьому випадку диференціал фінансового левериджу дорівнює нулю, внаслідок чого використання позикового капіталу ефекту не дає).

Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації його вартості. Процес цієї оптимізації заснований на попередній оцінці вартості власного й позикового капіталу при різних умовах його залучення й здійсненні різноманітних розрахунків середньозваженої вартості капіталу. Розглянемо процес оптимізації структури капіталу за цим критерієм на наступному прикладі:

Приклад: Для здійснення господарської діяльності на первісному етапі підприємству необхідно сформувати активи (а відповідно залучити необхідний капітал) у сумі 100 тис. ум. од. Підприємство організується у формі акціонерного товариства відкритого типу. При мінімально прогнозованому рівні дивіденду в розмірі 7% акції можуть бути продані на суму 25 тис. ум. од. Подальше збільшення обсягу продажу акцій зажадає збільшення розміру передбачуваних виплат дивідендів. Мінімальна ставка відсотка за кредит (ставка без ризику) становить 8%, Необхідно визначити при якій структурі капіталу буде досягнута мінімальна середньозважена його вартість. Розрахунки цього показника при різних значеннях структури капіталу наведені в табл. 5.6.

Як видно з наведених даних мінімальна середньозважена вартість капіталу досягається при співвідношенні власного й позикового капіталу в пропорції 50%:50%. Така структура капіталу дозволяє максимізувати реальну ринкову вартість підприємства (за інших рівних умов).

Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків. Цей метод оптимізації структури капіталу пов'язаний із процесом диференційованого вибору джерел фінансування різних складових частин активів підприємства. У цих цілях всі активи підприємства підрозділяються на такі три групи:

а) необоротні активи;

б) постійна частина оборотних активів. Вона являє собою незмінну частину сукупного їхнього розміру, що не залежить від сезонних й інших коливань обсягу операційної діяльності й не пов`язана з формуванням запасів сезонного зберігання та цільового призначення;

в) змінна частина оборотних активів. Вона являє собою частину, що варіює, їхнього сукупного розміру, що пов'язана із сезонним зростанням обсягу реалізації продукції, необхідності формування в окремі періоди діяльності підприємства товарних запасів сезонного зберігання, дострокового завезення й цільового призначення. У складі цієї змінної частини оборотних активів виділяють максимальну й середню потребу в них.

Таблиця 5.6 – Приклад розрахунку коефіцієнту фінансової рентабельності

№ з/п	Показники	Проекти						
		А	Б	В	С	Д	Е	Ж
1.	Середня сума власного капіталу	60	60	60	60	60	60	60
2.	Середня сума позиченого капіталу	0	15	30	60	90	120	150
3.	Загальна сума капіталу	60	75	90	120	150	180	210
4	Коефіцієнт фінансового левериджу	0	0,3	0,5	1	1,5	2	2,5
5	Коефіцієнт валової рентабельності активів, % (без урахування проценту за кредит)	10	10	10	10	10	10	10
6.	Ставка проценту за кредит без ризику. %	0	8	8	8	8	8	8
7.	Премія за ризик, %	0	0	0,5	1	1,5	2	2,5
8.	Ставка проценту за кредит з урахуванням ризику. %	0	8	8,5	9	9,5	10	10,5
9	Сума валового прибутку підприємства без урахуванням витрат з оплати проценту за кредит (гр.3*гр. 5)/100	6,0	7,5	9,0	12,0	15,0	18,0	21,0
10.	Сума проценту за кредит (гр.2 * гр. 8)/100	-	1,2	2,55	5,4	8,55	12,0	15,75
11.	Сума валового прибутку підприємства з урахуванням витрат з оплати проценту за кредит (гр.9-гр.10)	6,0	6,3	6,45	6,6	6,45	6,0	5,25
12.	Ставка податку на прибуток, яка виражена десятковим дробом	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
13	Сума податку на прибуток (гр. 11*гр. 12)	1,8	1,89	1,94	1,98	1,95	1,8	1,58
14	Сума чистого прибутку, які залишається у розпорядженні підприємства після виплати податку (гр. 11– гр. 13)	4,2	4,41	4,51	4,62	4,5	4,2	3,67
15	Коефіцієнт рентабельності власного капіталу або коефіцієнт фінансової рентабельності, % (гр.14*100/гр.1)	7,0	7,35	7,52	7,7	7,5	7,0	6,12

Існують три принципових підходи до фінансування різних груп активів підприємства: консервативний, агресивний та помірний підходи до фінансування активів. При консервативному підході частка короткострокових залучених засобів найменша, ніж при агресивному, де вона може досягти 50% усього інвестованого капіталу.

Приклад: Необхідно мінімізувати структуру капіталу підприємства за критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків при наступних вихідних даних:

- планована середньорічна вартість необоротних активів: 120 тис. ум. од.;
- із загальної вартості оборотних активів постійна їхня частина: 80 тис. ум. од.;
- максимальна додаткова потреба в оборотних активах у період сезонності виробництва (6 мес.) – 100 тис. ум. од.;.

Виходячи із цих даних визначаємо, що при консервативному підході до фінансування активів власний капітал повинен становити:

$120 + 80 + \frac{100}{2}$ = 250 тис. ум. од.;

– позиковий капітал повинен становити:

$\frac{100}{2} = 50$ тис. ум. од.;

Відповідно структура капіталу, що мінімізує рівень фінансових ризиків,

власний капітал – $\frac{250}{300} = 83\%$

позиковий капітал – $\frac{50}{300} = 17\%$

Формування показника цільової структури капіталу.

Граничні границі максимально рентабельної й мінімально ризикованої структури капіталу дозволяють визначити поле вибору конкретних його значень на плановий період. У процесі цього вибору враховуються раніше розглянуті фактори, що характеризують індивідуальні особливості діяльності даного підприємства.

Остаточне рішення, прийняте по цьому питанню, дозволяє сформувати на майбутній період показник "цільової структури капіталу", відповідно до якого буде здійснюватися наступне його формування на підприємстві шляхом залучення фінансових засобів з відповідних джерел.

Отже, при складанні стратегії залучення інвестиційних ресурсів керівництво підприємства має дотримуватися таких основних принципів:

1) інвестиції з тривалими термінами окупності мають фінансуватися за рахунок довготермінових коштів (за умови, що не передбачається суттєвого надання відсоткових ставок за кредит);

2) планування має забезпечувати платоспроможність підприємства у будь-який час;

3) для всіх джерел фінансування необхідно обирати найбільш дешеві методи інвестування;

4) найбільш ризикові інвестиції мають фінансуватися за рахунок власних коштів підприємства;

5) необхідно пристосовуватися до потреб ринку, враховувати його довготермінову кон'юнктуру, а також власну залежність від надання кредитів;

6) необхідно завжди обирати максимально рентабельні інвестиції з урахуванням фактору часу у вартості грошей та загальної тривалості оцінюваних інвестиційних проектів.

Питання для перевірки знань:

1. Що таке інвестиційні ресурси та які особливості їх формування?
2. Які існують основні ознаки класифікації інвестиційних ресурсів підприємств?
3. Завдяки яким принципам формуються інвестиційні ресурси підприємства?
4. Дайте характеристику основним етапам розробки формування інвестиційних ресурсів.
5. Що таке оптимізація загальної вимоги в інвестиційних ресурсах? Які є методи оптимізації загальної вимоги в інвестиційних ресурсах?
6. Охарактеризуйте основні схеми фінансування інвестиційних проектів.
7. Які фактори впливатимуть на вибір схеми фінансування?
8. Які можуть бути основні джерела формування інвестиційних ресурсів?
9. Охарактеризуйте основні аспекти оптимізації вартості капіталу при формуванні інвестиційних ресурсів підприємства.
10. Назвіть основі систему базових елементів оцінки і управління вартістю власного капіталу підприємства.
11. Назвіть основі систему базових елементів оцінки і управління вартістю позиченого капіталу підприємства.
12. Які існують методи оптимізації структури капіталу?
13. визначте та поясніть основні етапи процесу оптимізації структури капіталу підприємства.

Рекомендована література для вивчення теми: [7, 8, 9-11, 14-23, 25, 26].

РОЗДІЛ 5
УПРАВЛІННЯ РЕАЛЬНИМИ ІНВЕСТИЦІЯМИ ПІДПРИЄМСТВА

ТЕМА 6. ПОРЯДОК ПІДГОТОВКИ РЕАЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ.

6.1. Роль реального інвестування у забезпеченні економічного розвитку підприємства. Характеристика основних форм реальних інвестицій підприємства.

6.2. Поняття та класифікація інвестиційних проектів. Життєвий цикл та порядок розробки інвестиційного проекту (етапи інвестиційного проектування)

6.3. Бізнес-план інвестиційного проекту

6.1. Роль реального інвестування у забезпеченні економічного розвитку підприємства. Характеристика основних форм реальних інвестицій підприємства

До реальних інвестицій (інвестицій у виробничі фонди) належать вкладення в основний капітал виробничих підприємств та інвестиції, спрямовані на зростання матеріально-технічних запасів. Реальні інвестиції бувають наступних видів:

– інвестиції відновлення, що здійснюються за рахунок засобів фонду відновлення підприємства;

– інвестиції розширення (чисті інвестиції), що здійснюються за рахунок частини національного доходу (НД) або за рахунок фонду чистого накопичення;

– валові інвестиції – як інвестиції оновлення, так і інвестиції розширення.

Прямі інвестиції безпосередньо необхідні для реалізації інвестиційного проекту. До них належать інвестиції в основні (матеріальні та нематеріальні активи) та оборонні засоби.

Інвестиції в основні засоби включають:

– придбання (або виготовлення) нового обладнання, в тому числі затрати на його доставку, установку та пуск;

– модернізація діючого обладнання;

– будівництво і реконструкція будівель та споруд;

– технологічні установки, що забезпечують роботу обладнання;

– нове технологічне оснащення та модернізацію наявного обладнання.

Інвестиції в оборотні засоби передбачають забезпечення:

– нових та додаткових запасів основних і допоміжних матеріалів;

– нових та додаткових запасів готової продукції;

– збільшення рахунків дебіторів.

Необхідність подібних інвестицій полягає в тому, що при збільшенні обсягу виробництва товарів, як правило, повинні автоматично збільшуватися

товарно-матеріальні запаси сировини, комплектуючих елементів та готової продукції.

Крім того, у зв'язку із збільшенням обсягу виробництва та продаж збільшується дебіторська заборгованість підприємства. Усе це – активні статті балансу, і їх позитивне нарощення повинно фінансуватися із додаткових джерел.

Інвестиції в нематеріальні активи найчастіше пов'язані з придбанням торгової технології (патенту чи ліцензії) та торгової марки.

Супутніми інвестиціями є:

– вкладення в об'єкти, пов'язані територіально та функціонально з прямим об'єктом:

– вкладення в об'єкти, безпосередньо технологічно не пов'язані із забезпеченням нормальної експлуатації (під'їзні шляхи, лінії електропостачання, каналізація та ін.);

– вкладення невиробничого характеру, наприклад, інвестиції в охорону навколишнього середовища, соціальну інфраструктуру.

Інвестиції в НДР забезпечують та супроводжують проект. Це, перш за все:

– матеріальні засоби (обладнання, стенди, комп'ютери та різноманітні прибори), що необхідні для проведення передпроектних досліджень;

– оборотні кошти, необхідні, наприклад, для забезпечення поточної діяльності науково-дослідного інституту чи вузу на замовлення підприємства;

– ліцензії та технології;

– навчання персоналу.

Капітальними вкладеннями називаються засоби, що вкладені в розширене відтворення основних фондів (ОФ). Звичайно на капітальні вкладення спрямовується близько 20% НД. Вони відіграють важливу роль у соціально-економічному розвитку країни.

Серед основних результатів використання капітальних вкладень необхідно виділити:

1) реалізацію соціальних програм;

2) пропорційне розміщення продуктивних сил країни;

3) гармонійний розвиток галузей народного господарства;

4) прискорення темпів науково-технічного прогресу та розвитку базових галузей народного господарства;

5) реалізацію програм розвитку паливно-енергетичного комплексу, житла, оновлення виробничих фондів;

6) здійснення важливих будівництв.

Найбільш загальною є наступна *класифікація реальних інвестицій*.

За джерелами фінансування:

– *централізовані* – за рахунок коштів державного бюджету та державних кредитів;

– н*ецентралізовані* – за рахунок довгострокових банківських кредитів, власних коштів підприємств, іноземних інвестицій.

Сьогодні в Україні спостерігається тенденція до збільшення частки централізованих капітальних вкладень. Така ситуація пов'язана із державною політикою у фінансовій та банківській сферах.

Галузевий розподіл реальних інвестицій на нинішньому етапі має наступний вигляд:

– машинобудування та металообробка;

– торгівля та громадське харчування;

– будівництво;

–целюлозно-паперова промисловість;

– промисловість будівельних матеріалів та ін.

Регіональний розподіл. Обсяг залучених інвестицій у різні регіони залежить від:

– стану інвестиційного клімату;

– послідовності проведення ринкових реформ;

– рівня розвитку економічного потенціалу;

– динаміки перетворення виробничої та фінансової інфраструктури;

– ефективності використання природних та трудових ресурсів;

За формам відтворення виділяють наступні види реальних інвестицій:

– *нове будівництво* – створення виробничих потужностей на нових майданчиках за новими проектами;

– *розширення виробництва* – будівництво нових підприємств та розширення діючих виробничих підрозділів основного та допоміжного призначення;

– *реконструкція виробництва* – переобладнання діючих цехів виробництв, яке здійснюється за єдиним комплексним проектом підприємства в цілому;

– *технічне переоснащення виробництва* – комплекс заходів, спрямованих на підвищення техніко-економічного рівня виробництва окремих цехів, виробництв шляхом механізації, автоматизації виробничого процесу, запровадженням прогресивної технології та ноу-хау, заміщення фізично зношеного обладнання.

Для характеристики реальних інвестицій на макроекономічному рівні в міжнародній практиці використовуються наступні показники.

1) Обсяг інвестицій, тобто вартісне відображення капіталу, що вкладається.

2) Норма інвестицій, що є відношення обсягу інвестицій до валового національного продукту чи валового внутрішнього продукту.

3) Коефіцієнт приросту капіталомісткості, що характеризує ефективність інвестицій та ефективність накопичення. Визначається як відношення валових інвестицій в основний капітал до приросту ВНП за той же період.

4) Коефіцієнт капіталомісткості = Валові інвестиції / Приріст ВНП.

5) Накопичення – це використання частини НД на розширене відтворення.

Навіть у країнах з ринковою економікою ці показники неоднакові, їх рівень коливається залежно від рівня країни, складу її економіки в поточному періоді.

Норма прибутку від інвестицій різних класів проектів може значно коливатись залежно від доступного джерела їх фінансування на підприємстві. Нижня гранична межа норми прибутку – це той мінімальний рівень, нижче за який норма прибутку не повинна падати, незалежно від очікуваного обсягу прибутку від проекту та інвестиційних ресурсів підприємства.

Мінімальна норма прибутку розраховується виходячи з вартості власного капіталу підприємства (необхідна дохідність цінних паперів, прибутку, амортизаційних фондів), ставок за довгостроковим банківським кредитом та іншими можливими джерелами фінансування інвестицій. Вирішальною умовою стійкого розвитку та життєдіяльності підприємства будь-якої галузі народного господарства, особливо в умовах ринкової економіки, є ефективність вкладення капіталу в той або інший інвестиційний проект.

Коли йде мова про ***оцінку ефективності реальних інвестицій***, необхідно усвідомлювати сутність використання в економічних розрахунках термінів "ефект", ефективність" та "ефективність реальних інвестицій".

Ефект – це кінцевий результат в абсолютному вимірі, що фактично досягається або очікується за рахунок здійснення інвестицій. Він може виражатися в додаткових грошових надходженнях від реалізації продукції, збільшенні суми чистого прибутку й амортизаційних відрахувань тощо.

Ефективність характеризує кількісне співвідношення абсолютних показників кінцевого результату і безпосередньо витрат на його здійснення. Таким чином, ефективність реальних інвестицій буде різнобічно характеризувати насамперед дохідність (прибутковість) інвестування. Ефективність інвестиційного проекту включає не тільки класичну інтерпретацію відношення результату до витрат, оскільки проект впливає як на внутрішнє середовище підприємства, так і на зовнішнє, тобто на територію, галузь або регіон у цілому. Тому ефективність необхідно розглядати як суму можливих наслідків упровадження проектних пропозицій, що можуть виникнути в обох середовищах. Комплексний підхід до ефективності вимагає її оцінювання з позицій всіх складових проектного аналізу, а саме комерційної, технічної, правової, фінансової, соціальної, екологічної, і передбачає визначення абсолютного ефекту, який може забезпечити кожна з них.

6.2. Поняття та класифікація інвестиційних проектів. Життєвий цикл та порядок розробки інвестиційного проекту (етапи інвестиційного проектування)

В економічній літературі ***інвестиційний проект*** розглядається, з одного боку, як діяльність, що передбачає здійснення комплексу заходів для досягнення визначеної мети, а з іншого – є системою організаційно-правових та

розрахунково-фінансових документів, необхідних для здійснення визначених заходів, які містять їх опис.

Інвестиційний проект характеризує зміст та умови реалізації відповідних заходів для досягнення поставлених цілей (розвиток техніко-технологічної бази виробництва чи діяльності, організація виготовлення нової продукції, здійснення нових методів і форм організації діяльності тощо) при встановлених ресурсних обмеженнях. Отже, ***проект*** – це інвестиційна акція, яка передбачає вкладення ресурсів з метою досягнення певного запланованого результату і становить сукупність взаємопов'язаних заходів, які спрямовуються на досягнення завдань при встановленому обмеженому бюджеті протягом певного періоду. Інвестиційне проектування є складовою інвестиційної діяльності, це форма планування та реалізації інвестицій.

Інвестиційний проект визначає мету, якої прагне досягти підприємство, стратегію інвестиційної діяльності в поєднанні з термінами досягнення мети. Цей проект як реалістична оцінка підприємства та його можливостей має бути генеральним планом діяльності та інструментом оцінювання ефективності управління підприємством.

Ретельне обґрунтування інвестиційного проекту створює у майбутніх інвесторів впевненість у надійності своїх інвестицій, а керівництву підприємства дає найбільш повну картину становища підприємства.

Інвестиційні проекти мають декілька основних властивостей: вимірність – це можливість кількісного визначення діяльності або очікуваних результатів; часовий горизонт – це характерний обмежений час розробки та реальність проекту; чітке визначення взаємопов'язаних послідовних подій, які пов'язані з окремими видами діяльності; цільова спрямованість.

В інвестиційному проекті детально розглядаються науково-технічні, технологічні, організаційні, соціальні, фінансові та інші аспекти господарської діяльності підприємств. Ретельно розроблений інвестиційний проект дає експертам та керівникам відповіді на такі основні запитання: який необхідний обсяг інвестиційних витрат для реалізації проекту; яким чином передбачається залучити інвестиції у проект; що в цьому інвестиційному проекті може бути привабливим для потенційних інвесторів; у який термін окупляться здійснені у проект інвестиційні витрати; яка економічна ефективність (фінансова рентабельність) проекту; чи придатні висунуті у проекті бізнес-ідеї до практичної реалізації; яку організаційну підготовку слід провести для створення нового бізнесу; які переваги буде мати запропонований бізнес над конкурентами; чи достатній внутрішній ринок збуту для продукції підприємства; як буде організовано забезпечення виробничими ресурсами бізнесу; чи відповідає кваліфікація працівників та менеджерів підприємства для реалізації проекту?

Інвестиційний проект – це основа для оцінювання перспектив розвитку підприємства, він є ефективним засобом донесення нової ідеї до осіб, потенційно здатних вкласти свої фінансові ресурси у реалізацію проекту.

Класифікація інвестиційних проектів

Інвестиційні проекти *залежно від їх цільової спрямованості*, як правило, поділяють на *тактичні* (пов'язані зі збільшенням обсягів виготовлення продукції, підвищенням якості, модернізацією обладнання) та *стратегічні* (проекти, що передбачають зміну форми власності або кардинальну зміну характеру виробництва).

У світовій практиці найтиповіші інвестиційні проекти пов'язані з природним процесом заміни застарілого обладнання у межах сфери діяльності, заміною морально застарілого обладнання з метою зменшення виробничих витрат, збільшенням випуску продукції та розширенням ринку послуг; розширенням підприємства з метою випуску нових продуктів або поліпшенням екологічного становища.

Залежно від вартості та масштабу проекти поділяються на *дрібні, середні та великі.* Вартість дрібних проектів звичайно становить менше 300 тис. дол. США. До середніх проектів відносять міжрегіональні та регіональні проекти, окремі проекти, розроблювані на рівні корпорацій; їх вартість – від 300 тис. дол. до 2 млн. дол. Великі проекти (вартістю більше 2 млн. дол.) мають стратегічний характер, будучи принципово новими об'єктами інвестування.

За тривалістю реалізації проекти поділяють на короткотермінові (до одного року)*, середньотермінові* (1–2 роки) та *довготермінові* (3–5 років).

За видами проекти класифікують: на *проекти із затвердженими фондами фінансування*, що перебувають на тій або іншій стадії реалізації, але ще незакінчені;

проекти з незатвердженими та несхваленими фондами фінансуванням, які, у свою чергу, поділяються: на ті, рішення про доцільність інвестування в які приймається безпосередньо керівництвом корпорації; ті, що залежать від споживача (фінансування розпочинається тільки в тому випадку, коли корпорація на тендері виграє контракт на поставку продукції).

За сумісністю реалізації інвестиційні проекти поділяються:

на *незалежні від реалізації інших проектів* підприємства;

що *залежать від реалізації інших проектів* підприємства; проекти інших інвестиційних проектів.

Залежно від класу проекти виділяють *мегапроекти*, що виключають реалізацію*, мультипроекти* та *монопроекти*.

Мегапроекти – це цільові міжнародні, національні, міжгалузеві та галузеві програми розвитку, що містять велику кількість взаємопов'язаних проектів, об'єднаних загальною метою, які характеризуються виділеними на їх реалізацію ресурсами та обмеженим часом виконання. Такі програми розробляються, підтримуються та координуються на відповідних рівнях управління: державному, республіканському, обласному, муніципальному та ін.

Мультипроекти – це проекти, спрямовані на забезпечення та реалізацію визначеної стратегії розвитку підприємств (забезпечення високої прибутковості власного капіталу, фінансової стійкості, загальної ефективності господарської діяльності підприємства).

Монопроекти – це окремі інвестиційні, інноваційні проекти, що потребують створення єдиної проектної команди. Такі проекти залежно від змісту та мети їх реалізації поділяються на технічні, організаційні, економічні, соціальні, змішані і мають відповідні обмеження у фінансових та інших ресурсах, часі, критерії щодо якості продукції.

Залежно від схеми фінансування, що передбачається, виокремлюють:

- інвестиційні проекти, що фінансуються *за рахунок внутрішніх джерел* підприємства;
- проекти, що фінансуються *за рахунок акціонування*;
- проекти, що фінансуються *за рахунок позикових джерел*;
- інвестиційні проекти *зі змішаними формами фінансування*.

Основна класифікація інвестиційних проектів поєднує поділ капітальних вкладень на класи за метою їх реалізації, при цьому залежно від премії за ризик інвестування є відповідна диференціація норми прибутку для кожного класу. Вкладення з метою збереження позицій на ринку передбачають мінімальну норму прибутку в 6 %; вкладення в оновлення основних виробничих фондів та підтримання безперервної діяльності – 12; з метою скорочення поточних витрат – 15; вкладення з метою розширення діяльності, збільшення виробничої потужності, а відповідно і збільшення доходів – 20; ризикові (венчурні) капітальні вкладення, що пов'язані з новим будівництвом або впровадженням нових технологій, – 25–30%.

Наведена класифікація є складовим елементом управління інвестиційним процесом на підприємстві, при цьому важливу роль у його інвестиційній політиці відіграє часовий розподіл прибутку, коли залежно від структури капіталу підприємства у різні періоди керівництво вимагає різні норми прибутку на вкладені засоби; розробляються довготермінові плани капітальних вкладень для оптимального використання нагромадженого внаслідок реалізації проекту прибутку.

Однією з найвідоміших спроб ввести стандартизований підхід до оцінки та аналізу інвестиційних проектів була діяльність Міжнародного центру промислових досліджень при ЮНІДО. У 1972 р. було опубліковано “Керівництво з оцінки проектів”, яке стало значним дослідженням з цього питання. Враховуючи загальну орієнтацію на використання цієї методики у країнах з ринковою економікою, яка тільки-но формується, а також зважаючи на той факт, що у роботі над створенням методики ЮНІДО брали участь головні міжнародні фінансові інститути (такі як Світовий банк, Міжнародний банк реконструкції та розвитку, Міжнародний валютний фонд) не дивно, що саме ця методика стала еталоном аналізу інвестиційних проектів, які здійснюються на території СНД, зокрема в Україні.

Нині за рахунок коштів Європейського банку реконструкції та розвитку (ЄБРР) деякі українські банки фінансують інвестиційні проекти підприємств малого та середнього бізнесу (з приватною формою власності), що здійснюють свою діяльність у галузях сільського господарства, харчової промисловості та послуг. Клієнти банків, які бажають скористатися коштами кредитної лінії від ЄБРР, повинні подати на розгляд банку клопотання про одержання кредиту,

обґрунтований бізнес-план та необхідні для здійснення такого кредитування документи.

До підприємств, для яких розробляється подібний інвестиційний проект, висуваються такі вимоги:

– допроектні активи не повинні перевищувати 2,5 млн дол. США (за винятком споруд і будівель);

– кількість працюючих не повинна перевищувати 500 осіб;

– діяльність підприємства має відповідати вимогам охорони довкілля, що висуває ЄБРР;

– максимальне співвідношення загального боргу (кредит ЄБРР) до власного капіталу має становити 70:30 %, а власний внесок у проект – не менше 30 % вартості проекту;

– коефіцієнт обслуговування боргу (відношення прибутку після сплати податків, амортизаційних відрахувань і витрат на сплату відсотків з усіх позичок позичальника до всієї заборгованості позичальника з урахуванням кредиту ЄБРР) повинен бути не меншим 1,3:1;

– вартість застави не повинна бути меншою за 120 % від суми загальної заборгованості за кредитом.

Кредитні кошти не спрямовуються:

– на рефінансування вже існуючих зобов’язань приватних підприємств або фінансування придбаних цінних паперів діючих підприємств і нерухомості;

– на реалізацію проектів, пов’язаних з ігорним бізнесом, виробництвом або постачанням зброї тощо.

Бізнес-план до інвестиційного проекту розробляється відповідно до типової форми, яка надається банком клієнтові (див. додаток 1).

Умови кредитування:

1) мінімальна сума кредиту – 50 тис. дол. США;
2) максимальна сума кредиту – 2 млн дол. США;
3) термін короткострокового кредиту – від 6 до 12 місяців;
4) максимальний термін довгострокового кредиту – 5 років;
5) максимальна відстрочка погашення основної суми боргу – 2 роки (тривалість пільгового періоду);
6) орієнтовна відсоткова ставка – 15 % річних;
7) відсотки за кредитом сплачуються клієнтом банку-учаснику щоквартально чи щомісячно (при короткостроковому кредитуванні) за принципом нагромаджувального підсумку.
8) Інвестиційний проект, що пройшов аналіз в українському банку-учаснику і дістав позитивний відгук, передається на розгляд до спеціальної комісії НБУ та фінансового консультанта ЄБРР. Після ґрунтовної оцінки такого проекту можливе прийняття позитивного рішення щодо його фінансування.

Прийняття управлінського рішення про доцільність інвестування в певний проект визначається низкою інвестиційних цілей, яких керівництво підприємства прагне досягти в процесі його реалізації.

Інвестиційними цілями (у порядку зменшення їхнього значення) можуть бути такі:

– заданий рівень прибутковості інвестиційного заходу. інвестиції здійснюються тільки в тому випадку, якщо прибуток від них здатний досягти заздалегідь визначеного мінімуму;
– збільшення щорічних обсягів реалізації та частки контрольованого підприємством ринку певного виду продукції;
– підтримання репутації підприємства серед споживачів та збереження контрольованої частки ринку;
– зростання продуктивності праці на підприємстві;
– виробництво нового виду продукції.

Життєвий цикл інвестиційного проекту. Склад, структура та зміст інвестиційного проекту. Розробка та реалізація реального інвестиційного проекту виробничої спрямованості охоплюють певний проміжок часу від появи відповідної ідеї до практичного її втілення (уведення в дію нового виробничого об'єкта, випуск нової продукції, впровадження організаційно-економічної новації). Життєвий цикл інвестиційного проекту називають також інвестиційним циклом. Отже, ***життєвий цикл проекту*** – це час від першої інвестиційної витрати до останньої вигоди проекту. Цикл проекту розглядається як певна схема або алгоритм, за допомогою якого відбувається встановлення певної послідовності дій при його розробці та впровадженні.

Він відображає розвиток проекту, роботи, які проводяться на різних стадіях його підготовки, реалізації та експлуатації.

Проектний цикл – це концепція, яка розглядає інвестиційний проект як послідовність стадій (фаз), етапів, кожні з яких мають своє призначення і обмежені встановленими термінами. ***Термін життя проекту*** – це період від моменту прийняття рішення про вкладення інвестицій у певний проект до кінця прогнозованого терміну життя проекту. **Економічний термін життя проекту** – це проміжок часу, протягом якого проект забезпечує повернення вкладених у нього ресурсів (отже, він менший, ніж фізичний термін життя).

Згідно з програмою промислового розвитку ООН (UNIDO) інвестиційний проект слід розглядати як цикл, що складається з трьох окремих фаз (або етапів інвестиційного проектування) – передінвестиційної, інвестиційної та експлуатаційної (рис. 6.1).

Передінвестиційна фаза, або стадія науково-проектної підготовки проекту (від попередніх досліджень до прийняття остаточного управлінського рішення про доцільність інвестування), складається з таких стадій: визначення інвестиційних можливостей, аналізу альтернативних варіантів і попереднього вибору проекту – попереднього техніко-економічного обґрунтування, висновку за проектом і рішення про інвестування.

Інвестиційна фаза має такі стадії: встановлення правової, фінансової та організаційної основ для здійснення проекту, придбання і передачу технологій, детальне проектне опрацювання та укладання контрактів, придбання у разі необхідності землі, будівельні роботи і монтаж обладнання, передвиробничий маркетинг, набір і навчання персоналу, здачу об'єкта інвестування в експлуатацію та запуск.

Експлуатаційна фаза проекту (виробнича стадія освоєння інвестицій та господарської діяльності підприємства). Експлуатаційну фазу необхідно розглядати у довготерміновій та короткотерміновій перспективі. У короткотерміновому плані досліджується можливість виникнення проблем, пов'язаних із застосуванням обраної технології, функціонуванням обладнання або з кваліфікацією персоналу. У довготерміновому плані розглядаються обрана стратегія та сукупні виробничі й маркетингові витрати, а також очікувані грошові надходження від реалізації продукції.

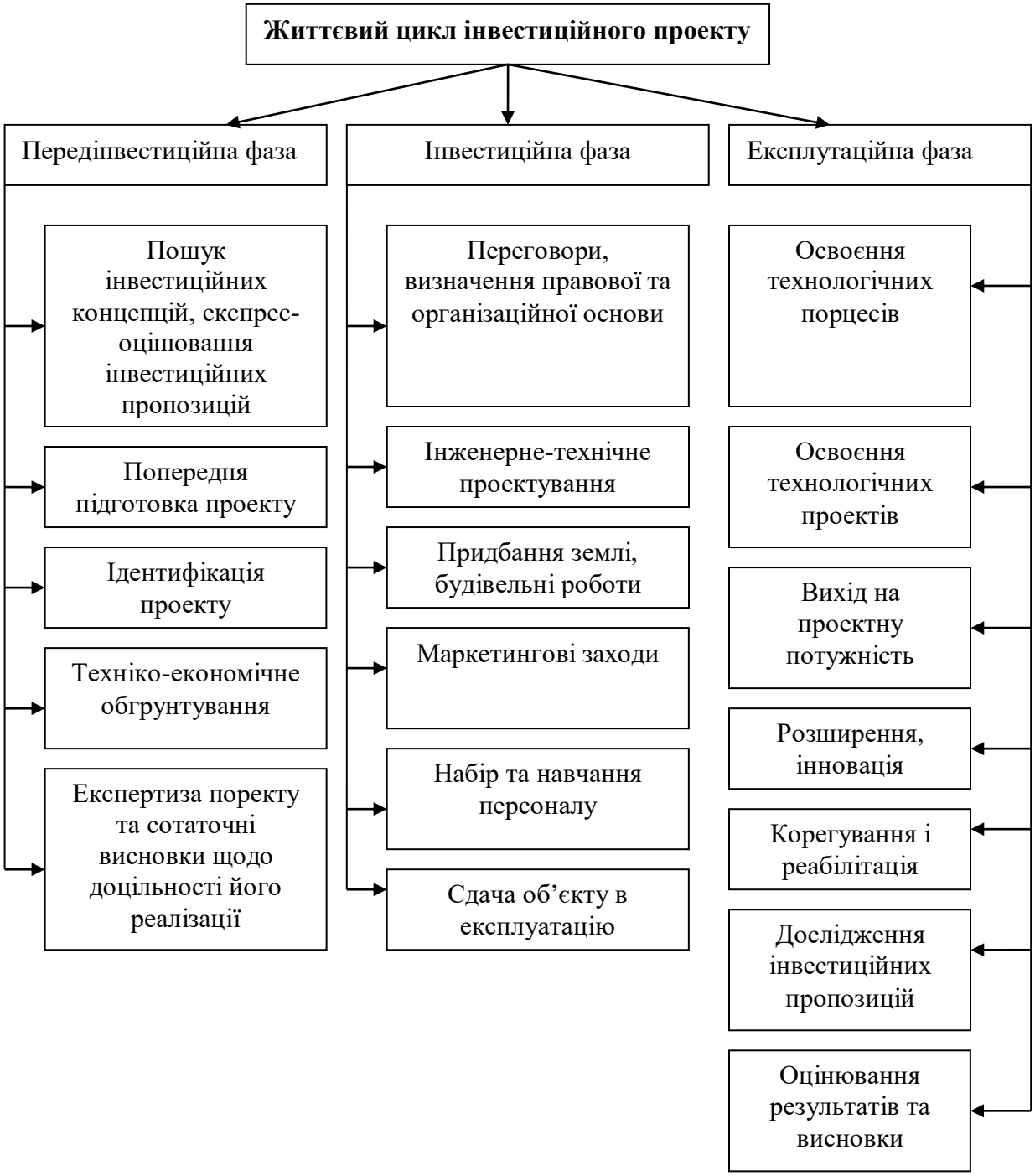

Рис. 6.1. Фази життєвого циклу інвестиційного процесу

Більш детально стадії, їх структуру та зміст цілей, етапи і види робіт за окремими фазами інвестиційного циклу можна подати таким чином.

Передінвестиційна фаза передбачає такі етапи. А*налітичний* (ідентифікація-аналіз можливостей) – науково-дослідні та експериментально-конструкторські роботи (дослідження та розробка технічних і технологічних параметрів і рішень). Аналізуються можливості конкретного проекту з метою стимулювання інвестора до трансформації ідеї проекту в чітко виражену інвестиційну. пропозицію. *Етап підготовки* обґрунтування інвестиційного проекту складається з таких підетапів. Попереднє обґрунтування проекту. Реалізація цього під-етапу здійснюється шляхом визначення таких критеріїв:

1) інвестиційні можливості. У разі підтвердження їх наявності рішення про інвестування може бути прийнято на основі інформації, отриманої на стадії попереднього обґрунтування;

2) аспекти проекту, що мають суттєвий вплив на його ефективність та потребують глибокого вивчення шляхом досліджень;

3) інформація, достатня для визначення життєздатності проекту або привабливості для конкретного інвестора (групи інвесторів);

4) стан навколишнього середовища в місці запропонованого розташування виробництва та потенційний вплив на нього виробничого процесу, що проектується.

Наприкінці цього етапу здійснюється огляд наявних альтернатив за головними компонентами обґрунтування. Допоміжні (функціональні) дослідження передбачають більш детальне опрацювання яких-небудь конкретних аспектів проекту.

Такими дослідженнями можуть бути: прогнозування попиту на продукцію, яка буде вироблятися, вивчення можливостей її реалізації на ринку, товарів конкурентів тощо; з'ясування наявності доступу до необхідної для виробництва продукції та реалізації проекту сировини, матеріалів; вивчення теперішніх та прогнозованих змін ціни на такі ресурси; аналіз придатності конкретних видів сировини (здійснюється шляхом лабораторних або експериментальних випробувань); вивчення транспортної інфраструктури та наближеності до основних ринків збуту продукції (особливо для проектів, за якими передбачаються значні транспортні витрати); аналіз техногенного впливу на екологію навколишнього середовища внаслідок можливої реалізації інвестиційного проекту та визначення шляхів зменшення негативних наслідків на території, що оточує передбачуване місце розташування проекту (оцінювання маловідхідних, ресурсозберігаючих або природоохоронних технологій; оцінювання альтернативних видів сировини; пошук альтернативних майданчиків); визначення оптимальних масштабів виробництва на основі використання різних альтернативних технологій, вибір таких, що найбільше задовольняють висунуті вимоги; при цьому досліджуються і відповідні інвестиційні та виробничі витрати та ціни на продукцію, що буде отримана внаслідок реалізації проекту; вибір необхідного устаткування з урахуванням альтернативних витрат на їх придбання, постачання та експлуатацію.

Безпосереднє замовлення обладнання здійснюється протягом інвестиційної фази.

Техніко-економічне обґрунтування інвестиційного проекту (ТЕО). На цій стадії приймається остаточне рішення про те, чи є комерційні, технічні, економічні та екологічні передумови для здійснення проекту та чи слід його переводити в інвестиційну фазу. (У зв'язку зі значущістю ТЕО для реалізації інвестиційного проекту, ця стадія буде окремо розглянута у наступному параграфі)

Оцінювання інвестиційного проекту та формулювання остаточного рішення про доцільність інвестиції. Оціночний звіт – фіксація остаточного рішення про доцільність інвестування, прийнятого особами, що підтримують проект. Оцінювання ефективності та визначення доцільності здійснення проекту проводиться національними або міжнародними банківськими організаціями, а також уповноваженими експертами-аналітиками. Підтримка інвестиційних проектів (визначення потенційних джерел фінансування інвестиційних заходів; створення спеціалізованих національних органів стимулювання та розвитку; організаційні заходи щодо реалізації проекту).

Інвестиційна фаза (реалізація та впровадження об'єкта реального інвестування).

Правове, фінансове, організаційне та технологічне забезпечення проекту. Підготовка установчих документів щодо юридичного статусу та фізичної бази; забезпечення фінансуванням; вибір організаційної структури управління; придбання та передача технологій.

Детальне проектування та укладення контрактів. Цей етап полягає в послідовності підетапів, таких як: підготовка території будівництва; остаточний вибір технології та обладнання; будівельне планування; календарне планування термінів виробничого будівництва; підготовка необхідних документів, креслень, виконаних у масштабі, та інших схем-планувань; оголошення торгів; оцінювання пропозицій; попередні переговори та остаточне укладення контрактів між інвестором та фінансуючими, консультативними та архітектурними організаціями, а також постачальниками сировини.

Етап будівництва передбачає послідовність заходів щодо придбання земельної ділянки (у разі необхідності); будівельні роботи та монтаж обладнання згідно із заданою програмою та графіком; попередню та кінцеву здачу в експлуатацію об'єкта інвестування.

Передвиробничий маркетинг – маркетингові заходи щодо підготовки споживачів до сприйняття нових продуктів; забезпечення критичного рівня поставок продукції.

Добір необхідного персоналу та його навчання. Введення об'єкта інвестування в експлуатацію.

Експлуатаційна фаза проекту передбачає виробниче освоєння інвестицій та безпосередню господарську діяльність підприємства; розширення, інновації, зміну та реабілітацію об'єкта інвестування, дослідження інших пропозицій.

Таким чином, протягом передінвестиційної фази необхідно проаналізувати всю сукупність різноманітних можливостей реалізації

майбутнього проекту та прийняти остаточне рішення про доцільність інвестиції. На етапі передінвестиційної підготовки проекту організатор або замовник проекту обирають керуючого проектом. Аналіз альтернативних варіантів реалізації проекту може здійснюватися або власними силами замовника, або спеціалізованими експертними, консультативними організаціями. Остаточне рішення про інвестування проекту приймають або керуючий проектом, або інвестори. Перша фаза інвестиційного проектування закінчується укладанням програми фінансування проекту.

Стадія реалізації та впровадження об'єкта реального інвестування передбачає у разі потреби вибір проектної керуючої організації, підготовку необхідних креслень, специфікацій та попередніх планів проектних робіт; моделювання проекту; одержання замовником від урядових установ дозволу на будівництво; у разі необхідності здійснюється вибір генерального підрядника, субпідрядників та керуючого будівництвом; залучаються представники замовника або уповноважений урядовий інспектор.

Порядок розробки інвестиційного проекту.

На нашу думку, універсальним підходом до визначення робіт, які належать до різних фаз і стадій інвестиційного циклу проекту, є підхід Світового банку, згідно з яким всі стадії інвестиційного циклу об'єднуються у дві основні фази (рис. 6.2):

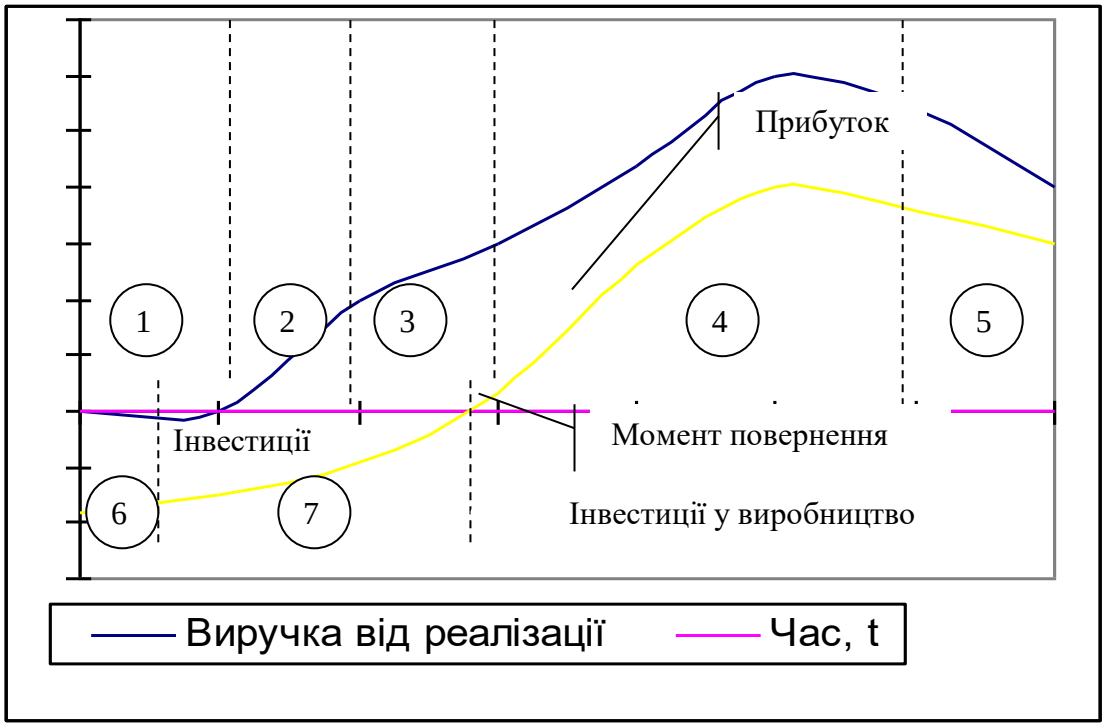

Рис. 6.1. Життєвий цикл інвестиційного процесу

1 НДЕКР зі створення новації (проектування) , 2 – впровадження, 3 – зростання, 4 – уповільнення зростання, 5 – спад, 6 – бюджетне фінансування, 7 – ризикові інвестиції.

- *фаза проектування* (містить такі стадії: ідентифікацію, розробку, експертизу проекту);
- *фаза впровадження* (включає переговори, реалізацію та завершальну оцінку проекту).

По суті, головна мета фази проектування – вирішення проблеми ефективного використання всіх ресурсів.

Причинами відхилення розглядуваних варіантів проекту можуть бути: недостатній попит на запропонований проектом продукт або відсутність явних переваг над конкурентними продуктами; надмірні інвестиційні витрати проекту порівняно з очікуваними грошовими надходженнями; відсутність необхідної підтримки влади; непридатна для здійснення цілей проекту технологія; завеликий масштаб проекту, що не відповідає наявним організаційним та управлінським можливостям; надмірний інвестиційний ризик; завеликі експлуатаційні витрати проекту порівняно з наявними фінансовими ресурсами або альтернативними рішеннями.

Остаточне рішення про доцільність фінансування обраного на попередній стадії варіанта можливого проекту і пошук, у разі такої необхідності, потенційних інвесторів приймається на основі детальної експертизи, яка забезпечує комплексну оцінку економічної ефективності, факторів невизначеності й ризиків або можливих змін у керівництві чи політиці, здатних вплинути на успішність здійснення проекту.

Таким чином, весь процес інвестиційного проектування можна умовно поділити на дві основні частини.

1. Передпроектні дослідження (попереднє оцінювання кошторису витрат згідно з фінансовими можливостями замовника проекту; вибір зі значної кількості альтернативних варіантів найраціональніших технічних, технологічних рішень з метою максимально можливої економії ресурсів). Результатом проведених досліджень є отримання необхідних вихідних даних для розробки попереднього проекту (аванпроекту, форпроекту), раціональної організації майбутнього виробництва та узагальнених висновків про доцільність здійснення проекту.

2. *Безпосереднє проектування* передбачає два етапи: попередній проект (форпроект, аванпроект) та остаточний проект.

Найбільш відповідальним етапом є створення попереднього проекту, в межах якого необхідно розглянути всі принципові питання щодо майбутнього об'єкта інвестування: детальні технічні, технологічні, архітектурно-будівельні рішення; обсяг будівельних робіт у натуральних показниках за видами робіт; номенклатуру та обсяг необхідних матеріалів, конструкцій, обладнання; детальну пояснювальну записку; креслення, плани та схеми фундаментів несучих конструкцій, розміщення основного обладнання та комунікацій.

На стадії переговорів інвестор і замовник оформляють досягнуті домовленості у документально підтверджені юридичні зобов'язання, остаточно узгоджують організаційні заходи, необхідні для здійснення проекту. На основі результатів проведених переговорів складаються протокол намірів, меморандум або інші документи, що відображають досягнуті домовленості.

Досягнення цілей інвестиційного проекту здійснюється безпосередньо на стадії його реалізації шляхом виконання запланованих робіт, контролю і нагляду за всіма їх видами. Порядок проведення контролю та інспекції погоджується на стадії переговорів.

На стадії завершального оцінювання порівнюються фактичні результати реалізації проекту із запланованими, визначається ступінь досягнення цілей проекту, з набутого досвіду робляться відповідні висновки.

6.3. Поняття бізнес-плану реалізації інвестиційного проекту, його зміст і порядок розроблення

Діяльність суб`єктів бізнесу може бути вдалою чи навпаки, але це більшою мірою може залежать від удосконалення організації управління та його важливої функції – планування. Планування необхідно для усіх підприємств, які бажають достигнути яких-ось цілей, тому під ***плануванням*** розуміють – визначення цілей розвитку об`єкту, визначення способів, методів досягнення цих цілей, розробка програми, плану дій різного ступеню деталізації на ближчу та майбутню перспективу.

У сучасних умовах підприємства знайшли форми та моделі планування, які забезпечують максимальну ефективність прийнятих рішень у бізнес-плані. Бізнес-план раніше вважали планом якогось одного заходу чи ставлення і розвитку невеликого підприємства, але приклади відомих компаній “Дженерал моторс”, “Тайота” та інших продемонстрували, що бізнес-план підходить для управління і крупним промисловим виробництвом. Різниця від планування виробництва, яке використовувалось раніше, є у тому, що бізнес-план організує внутрішню сторону виробництва підприємства і пов`язує її з ринковими вимогами. Тому під ***бізнес-планом*** розуміють документ, який містить забов`язання підприємства (фірми) щодо подальшої діяльності та обґрунтування можливостей їх виконання. Бізнес-план може носити характер поточного (1 рік) чи перспективного або довгострокового (3–5 років) плану. Розрізняють таки типи бізнес-планів:

1. *Повний бізнес-план комерційної ідеї або інвестиційного проекту* – це виклад для потенціального партнера або інвестора результатів маркетингового дослідження, обґрунтування стратегії освоєння ринку та очікуваних фінансових результатів.

2. *Концепт-бізнес-план комерційної ідеї або інвестиційного проекту* – це основа для переговорів з потенціальним інвестором або партнером для визначення його зацікавленості в проекті або можливості взагалі залучити його до реалізації проекту.

3. *Бізнес-план компанії (групи)* – це виклад перспектив розвитку компанії на новий плановий період перед радою директорів або зборами акціонерів із зазначенням основних бюджетних розрахунків і господарських показників для обґрунтування обсягів інвестицій.

4 *Бізнес-план (заявка на кредит)* складається для отримання на комерційній основі позики від організації-кредитора.

5. *Бізнес-план (заявка на грант)* складається для отримання коштів із державного бюджету або благодійних фондів, обґрунтовується пряма або непряма вигода для регіону або суспільства в цілому.

Важливість застосування бізнес-плану в української економіки обумовлена такими причинами:

1. Економічне середовище змінюється швидкими темпами в умовах гострої конкуренції, тому керівництво підприємств повинно по-новому розрахувати свої кроки щодо досягнення відповідних цілей.
2. Швидко зростає кількість підприємств, керівники яких не обізнані з проблемами організації планування
3. Бізнес-план є загальноприйнятою формою обґрунтування заявок на інвестиції в економіку України.

Етапи складання бізнес-плану.

Бізнес-план можуть складати окремі підприємці чи управлінський персонал, фірми або групи фірм, які планують здійснювати інвестиційну діяльність, а також спеціалізовані консультаційні фірми. Останні можуть виконувати весь обсяг робіт зі створення зазначеного документа або надавати спеціалістам підприємств конкретну допомогу у формуванні структури бізнес-плану, розрахунку окремих показників тощо.

Якщо бізнес-план підприємство розроблює самостійно, його підготовка може включати кілька *етапів.*

На *першому етапі* видається наказ по підприємству чи приймається рішення зборів засновників, які визначають загальні напрямки майбутніх інвестиційних програм, склад робочої групи і конкретних виконавців, календарні строки підготовки бізнес-плану, осіб, які здійснюють загальне й методичне керування роботою.

Загальне керування розробкою перспективного плану інвестиційної діяльності здійснює керівник підприємства, методологічне – його заступник з економічних питань або консультант. До складу робочої групи входять провідні спеціалісти таких служб і відділів: планово-економічного, маркетингу, юридичного, фінансового, бухгалтерії, головного технолога, праці та заробітної плати, відділу кадрів та ін.

Основні функції робочої групи:

– визначення напрямків і загального обсягу робіт зі складання бізнес-плану;
– визначення функцій конкретних виконавців і розподіл робіт між ними;
– доведення форм документів, таблиць, схем, графіків, за якими конкретні виконавці повинні готувати й подавати інформацію;
– вирішення питання про координацію дій між окремими виконавцями;
– визначення календарного плану зі встановленням термінів виконання робіт і подання готових результатів

На *другому етапі* кожний відділ і кожний працівник робочої групи визначають обсяг своєї роботи, добирають необхідну інформацію, виконують необхідні розрахунки, оформлюють табличний матеріал і текстову частину до нього.

Третій етап розробки бізнес-плану передбачає узагальнення в цілому по підприємству матеріалів, одержаних від різних служб і виконавців, уточнення й установлення зв'язку між ними. оформлення остаточного варіанта, підписання й затвердження бізнес-плану.

Заключний етап – презентація бізнес-плану, тобто доведення основних його положень до зацікавлених осіб.

Коли бізнес-план розроблює стороння консультаційна фірма, етапність як за формою, так і за змістом дещо різниться від тієї, яка існує в разі складання бізнес-плану працівниками підприємства. Підприємство насамперед повинно укласти угоду з консультаційною фірмою, де слід визначити завдання, умови й терміни виконання роботи зі створення бізнес-плану.

У процесі виконання робіт підприємство передає виконавцю необхідні матеріали, документацію, розрахунки, а також забезпечує необхідні умови праці для спеціалістів.

Після завершення робіт засновник оцінює їх якість, вносить додаткові корективи до попередньо поставленого завдання, приймає й оплачує виконані роботи. Розроблений сторонньою організацією бізнес-план підписує керівник консультаційної фірми і затверджує керівник підприємства-замовника.

Джерела вихідної інформації для складання бізнес-планує

Розробка бізнес-плану пов'язана з використанням великої кількості інформації, її повнота і якість істотно впливають на можливість досягнення тих цілей, які стоять при складанні бізнес-плану. Недостатнє висвітлення окремих його розділів через обмеженість інформації може викликати в інвесторів сумніви щодо доцільності виділення коштів. Тому важливо знати, які дані потрібні для складання бізнес-плану і де їх можна знайти.

Характер та джерела інформації, а також підрозділи, що відповідають за її підготовку, наведено в табл. 6.1.

Певна частина інформації міститься в опублікованих наукових джерелах. Для її пошуку використовують енциклопедичні словники, статистичні збірники, реферативні журнали, моніторинги. Оброблюють необхідні дані за допомогою сучасних засобів механізованої обробки інформації.

У розвинених країнах ринкової економіки є ряд фірм, які спеціалізуються на збиранні й акумулюванні інформації щодо стану та перспектив розвитку ринку. Використання інформації під час розробки бізнес-плану дає змогу підвищити рівень обґрунтованості тих його розділів, які стосуються оцінювання ринку, маркетингової діяльності та конкурентів.

В Україні вивченням ринку інвестицій, визначенням його пріоритетів займається ряд державних і приватних фірм.

Таблиця 6.1 – Джерела вихідної інформації для складання бізнес-плану

№ з\п	Назва розділу бізнес-плану	Джерела вихідної інформації	Підрозділи, що відповідають за підготовку
1	2	3	4
1	Характеристика об'єкта інвестування	Статут підприємства, установчий договір	Юридичний відділ
2	Аналіз ринку	Щорічні зведення (довідники) техніко-економічних показників підприємств галузі (підгалузі); статистичні довідники, підготовлені органами статистики Дані досліджень ринку, включаючи інформацію, одержану під час проведена анкетування	Планово-економічний відділ, Відділ маркетингу
3	Характеристика продукції	Паспорт виробу	Відділ головного технолога
5	Аналіз конкурентів	Щорічні зведення (довідники) техніко-економічних показників підприємств тих галузей (підгалузей), до яких входять конкуренти; статистичні довідники, підготовлені органами статистики; газети, журнали (галузеві)	Планово-економічний відділ, відділ маркетингу
6	Маркетинг	Дані маркетингових досліджень	Відділ маркетингу
7	План і структура виробництва	Схеми виробничих потоків; баланси виробничих потужностей; відомості про технологічне устаткування; укладені договори про постачання матеріально-технічних ресурсів; кошторис витрат на виробництво	Відділи головного технолога, матеріально-технічного постачання, технічного контролю, планово-економічний відділ, бухгалтерія
8	Організаційний план і управління	Організаційна схема управління підприємством; план щодо праці й заробітної плати; план розстановки кадрів; листки обліку кадрів	Відділ праці та заробітної плати; відділ кадрів
9	Юридичний план	Статут підприємства; установчий договір	Юридичний відділ
10	Оцінювання ризиків	Різні документи, у яких зафіксовані втрати (звіти, пояснювальні записки, доповідні записки, акти, протоколи нарад та ін.)	Підрозділи підприємства, що мають відношення до управління даним видом ризику
11	Фінансовий план	Розрахунок обсягу грошових потоків; баланс підприємства; кошторис витрат на виробництво; розрахунок собівартості; розрахунок прибутку та його розподілу	Бухгалтерія; фінансовий і планово–економічний відділи

<u>Складові частини бізнес плану</u>

Ступінь деталізації бізнес плану та його структура залежать від характеристики підприємства, від обсягів передбачуваного ринку збуту, наявності конкурентів та перспектив зростання підприємства.

Структура бізнес-плану має таки складові:

1. ***Титульний аркуш*** – назва та адреса фірми; імена та адреси засновників; суть проекту; вартість проекту; посилання на секретність.

2. ***Вступна частина та суть запропонованого проекту*** – діяльність підприємства (фірми), кошти, що необхідно вкласти; очікуваний попит на продукцію та вірогідність досягнення успіху, ступінь підготовки та форми здійснення , інформація про підприємця та його партнерів.

У вступній частині надаються основні характеристики проекту (передбачувана тривалість реалізації, цілі проекту та попередня основна стратегія проекту; географічні межі та передбачувана частка на внутрішньому, зовнішньому ринку, ринкова ніша тощо). Економічна політика підтримки проекту із зазначенням принципу його розташування (ринкова або ресурсна орієнтація). Виробничі потужності підприємства; дані про технічний стан підприємства, що підлягає реконструкції або розширенню, оцінка його діяльності, техніко-економічні показники роботи за останні три роки; продукція та її структура. Напрямки економічної, промислової, фінансової, соціальної політики керівництва підприємства. Національні, галузеві та підготовчі фактори, сприятливі для проекту. Назва, адреса, фінансові можливості, роль у проекті організатора або ініціатора проекту.

Часто вважають за необхідне приділити увагу аналізу розміщення об'єкта (при необхідності), що дає змогу розглянути потенційні переваги його конкретного місцезнаходження з позицій наближення до факторів виробництва або ринків збуту, оцінити інвестиційну привабливість регіону, визначити ринкову вартість земельної ділянки, на якій знаходиться об'єкт, і територій, що до неї прилягають. Аналіз альтернативних варіантів розташування об'єкта інвестування передбачає також урахування наявності у регіоні реалізації проекту достатньої кількості кваліфікованої робочої сили, а також розвиненості транспортної інфраструктури (витрат на транспортування), ринків збуту, розміщення потенційних конкурентів; можливості ліквідації відходів майбутнього виробництва; близькості до джерел сировини й енергії тощо.

3. ***Аналіз ринку*** – поточна тенденція і тенденція її розвитку; потенційний конкуренти і споживачі; загальноекономічний аналіз; загальні економічні показники, що стосуються попиту на продукцію, передбачену проектом (демографічна ситуація в країні (регіоні), рівень доходів населення та споживання і т. ін.); характеристика потенційних покупців (клієнтів) цього продукту (послуги), їх особливості та можлива чисельність у рамках певного регіону.

Оцінювання нинішнього обсягу попиту на продукт чи послугу на цьому ринку має проводитися за останні три роки та включати як вітчизняні, так і імпортні товари. Прогнозування можливих обсягів реалізації продукції (послуг) у межах інвестиційного проекту, що розглядається, здійснюється з урахуванням чисельності оптових і роздрібних покупців та характеристики сучасного стану

попиту. Державна політика та законодавство у сфері, пов'язаній зі споживанням, виробництвом, імпортом продукції, передбаченої проектом; обмеження щодо стандартів, зобов'язання, діалоги, субсидії, практика кредитного контролю та регулювання зарубіжних зв'язків. Наявний рівень національного виробництва запроектованої продукції (із зазначенням експортних потужностей ринку на поточний момент, частки основних підприємств у загальному обсязі продажу по регіонах та можливості появи на ринку підприємств-конкурентів). Наявний рівень імпорту запроектованої продукції. Виробництво та імпорт заміщуваної продукції (із зазначенням кількості підприємств та абсолютних обсягів їх виробництва). Дані про граничні витрати та доповнюючі продукти.

Дослідження ринку (передбачає детальну оцінку наявної місткості ринку, прогнозування можливої місткості вітчизняного ринку в майбутньому та можливості виходу на ринки інших країн; імпорт конкуруючої продукції). Для прогнозування рівня конкуренції на внутрішньому ринку використовуються результати аналізу попереднього етапу, на якому визначено кількість підприємств, які виробляють аналогічну продукцію (послугу), оцінюється частка основних підприємств в обсязі продажу в регіоні та можливість появи на ринку підприємств-конкурентів.

Основи проектної стратегії (детально описуються визначені цілі проекту та обґрунтовується вибраний варіант стратегії проекту (лідерство у витратах; орієнтація на обмежену групу покупців; зайняття ринкової ніші).

4. ***Характеристика продукції, робіт та послуг*** – назва продукту, відмінні якісні особливості, конкурентоспроможність і життєвий цикл продукту, можливості вдосконалення, форми правового захисту.

У межах цього розділу передбачається дослідження забезпеченості випуску продукції або послуг, що пропонуються, основними видами сировини, матеріалів, енергетичних ресурсів тощо. *Класифікація сировинних та комплектуючих матеріалів.* Мінеральні ресурси (надається детальна інформація про запаси та фізико-хімічні властивості ресурсів). Сільськогосподарські матеріали (інформація про запаси та фізико-хімічні властивості ресурсів, їх якість, методи збирання та вивезення). Морські продукти (надаються відомості про оцінку запасів, витрати виробництва, особливості національної політики та екологічні обмеження щодо використання). Промислові напівфабрикати (розглядається можливість їх використання залежно від характеру технологічного циклу майбутнього проекту). Допоміжні матеріали (потреба в електроенергії, паливі, водо– та таропостачанні, пакувальних матеріалах). Загальне оцінювання потреб з урахуванням вибору. Місцерозташування, технології та виробничі потужності інвестиційного проекту. Запасні частини. Поставки для соціальних та інших потреб – продукти харчування, медичні та освітні послуги, одяг, взуття, будівництво доріг (пісок, гравій, асфальт).

Доступність та джерела постачання ресурсів. Постійна доступність сировини та основних виробничих матеріалів є критичним фактором, що визначає технологічну й економічну життєздатність проекту, а також його

можливі масштаби й потужність. Загальна потреба в матеріалах та комплектуючих виробах. Джерела постачання (зовнішні та внутрішні із зазначенням місця їх розташування). Визначення основних постачальників сировини має включати оцінку обсягів та віддаленості родовища, зазначення головних сфер діяльності та форми власності підприємства, його фінансового стану і прибутковості виробництва, рівня виробничих потужностей, обсягу випуску/прибутку за останні три роки, а також головних споживачів/замовників продукції і т. ін. Передбачувані засоби та оцінка витрат на транспортування матеріалів і потужності для їх збереження. Оцінка альтернативних варіантів.

Стратегія поставок, витрати на сировину та комплектуючі вироби. Цілі стратегії поставок (багатовекторність ділових стосунків з постачальниками, мінімізація витрат, ризику тощо). Програма поставок сировини й матеріалів (здійснюється остаточний вибір джерел постачання та постачальників, засобів транспортування та зберігання; визначаються типи можливих угод (договірні контракти, ліцензовані угоди, протоколи про наміри та ін.), загальні умови контрактів (умови платежів, гарантії тощо) та інша інформація, що є в подальшому основою для оцінювання потреб в обіговому капіталі; оцінюється ризик зриву поставок сировини та комплектуючих виробів).

У випадку залучення імпортних джерел постачання необхідно додатково врахувати і відповідно відобразити у програмі поставок всі законодавчі аспекти, пов'язані з процедурою отримання ліцензій на імпорт, дозволом на придбання та використання іноземної валюти, можливістю податкових пільг, розглянути діючі обмеження на імпорт та інші фактори і їхній вплив на інвестиційний проект.

Урахування в програмі поставок можливої невизначеності та ризику (наприклад, недотримання постачальниками зобов'язань щодо термінів, якості та обсягів постачання сировини, затримки платежів, страйків, порушення роботи транспорту, несприятливих погодних умов, браку валютних засобів, зміни в регулюванні імпортних операцій та ін.) зумовлює необхідність відповідного збільшення потужностей для зберігання, а також використання альтернативних джерел сировини та засобів транспортування.

5. ***План маркетингу*** – оцінка ринку збуту, конкурентного середовища; ціни, канали збуту; реклама; прогноз нової продукції; цільові показники., стратегія маркетингу.

Основна концепція маркетингу (стратегія маркетингу та оперативні заходи). Стратегія маркетингу (розробляється як самостійний розділ у випадках виходу на ринок з принципово новим видом продукції (послуг), при впровадженні на інших регіональних ринках, за високого рівня конкуренції на відповідному товарному ринку (ринку послуг) певного регіону. Маркетингова стратегія може не розроблятися за прогнозованої відсутності найближчим часом проблем зі збутом та конкуренцією. Розробка маркетингової стратегії проекту передбачає перш за все визначення обсягу свого сегмента на товарному ринку або ринку послуг регіону, інших регіонів країни. Цей пункт передбачає обов'язкову оцінку чотирьох можливих варіантів стратегії маркетингу:

– стратегії проникнення на ринок (головними засобами є реклама й торгівля);
– стратегії розвитку ринку (проникнення з виробленою продукцією в нові регіони, на нові споживчі сегменти ринку, зростання продажу через канали розподілу);
– стратегії розвитку продукту (розробка продукції для заздалегідь невідомих клієнтів;
– стратегії диверсифікації (успіх на ринках з новими продуктами).

Оперативні заходи – збирання, обробка та систематичне оцінювання інформації про ринок та ринкове середовище. Вихідною інформацією для визначення цілей і стратегії маркетингу є сильні й слабкі сторони конкурентів, власні слабкі й сильні сторони, поведінка клієнтів та специфічні потреби кінцевих споживачів, репутація підприємства, попередні оцінки витрат. Цілі в галузі збуту (оборот, частка ринку, репутація фірми, прибуток).

Витрати та доходи маркетингу. Витрати маркетингу (визначення цін реалізації продукції, внутрішні витрати виробництва та збуту, реакція клієнтів на різні ціни, цінова політика конкурентів та ін.). Прогноз динаміки рівня цін на продукцію, передбачену інвестиційним проектом на майбутній період, здійснюється за результатами оцінювання та виявленими тенденціями рівня і динаміки цін на продукцію на внутрішньому ринку, що проводилася у співвідношенні до світових цін на аналогічну продукцію.

Оцінювання майбутніх доходів (здійснюється з урахуванням оптимальних виробничих потужностей, технологічної концепції виробництва, технічно доцільної виробничої програми). Підсумкове (остаточне) оцінювання доходів можливе лише після визначення необхідної технології та виробничої потужності підприємства (у такий спосіб технологічна концепція вводиться в програму збуту й маркетингу). Період, охоплюваний прогнозами продажу, залежить від характеру й виду продукту. Так, для продукції з коротким життєвим циклом він становить від 5 до 10 років, для продукції машинобудівної галузі – від 15 до 20 років.

6. ***Виробничий план*** – описання виробничого процесу; операції, пропоновані субпідрядниками; виробничі приміщення; станки. Обладнання; постачальники сировини.

Деталізована виробнича програма визначається після розробки програми збуту проектованої продукції і має враховувати ту особливість, що в рамках загальної виробничої потужності підприємства можуть мати місце різні рівні окремих видів виробничої діяльності упродовж різних стадій.

Виробнича програма та виробничі потужності. План виробничої програми з урахуванням ринкових та ресурсних обмежень (екологічні, санітарні та інші обмеження на масштаби виробництва; ринок збуту та його вплив на вибір обсягу виробництва; можливості розширення виробництва в майбутньому; визначення спеціалізації та кооперації підприємства; обґрунтування конкурентоспроможності продукції на світовому ринку, її вплив на розширення експорту, зменшення імпорту та поповнення валютного запасу). Визначення потреби в матеріалах та робочій силі (забезпечення підприємства

сировиною, матеріалами, напівфабрикатами, енергією, паливом, водою і трудовими ресурсами). Оптимальний рівень виробничої потужності із зазначенням номінальних, максимальних та найбільш реальних обсягів виробництва продукції. Тут обґрунтовується загальний обсяг випуску продукції (надання послуг) у середньому за рік при виході об'єкта інвестування на проектну потужність; проводяться розрахунки за окремими асортиментними групами продукту (послуги). Заплановані обсяг та структура виробництва продукції (послуг) розраховуються у натуральних одиницях виміру; національній валюті, скоригованій з урахуванням індексу цін без фактору інфляції; у доларах США.

Номенклатура продукції, спеціалізація та коопераційні зв'язки підприємства із зазначенням основних технічних даних та економічних показників продукції порівняно з показниками аналогічних видів продукції передових вітчизняних та іноземних підприємств.

Вибір технології, придбання та передача технології; детальний план та інженерні основи проекту. В цьому розділі передбачається ретельне опрацювання альтернативних варіантів забезпечення випуску продукції (послуг) сучасною технологією з урахуванням потреб ринку; визначається наявність у ініціатора інвестиційного проекту технології, що відповідає сучасним стандартам, необхідність придбання вітчизняних чи зарубіжних патентів, ліцензій, технологій "ноу-хау"; враховуються екологічні фактори, наявність ресурсів, можливі стратегії реалізації проекту; можливості використання вітчизняних/західних технологій та обладнання. Вибір технології здійснюється на підставі оцінки можливого впливу на навколишнє середовище, економіку та соціальне середовище, структуру підприємства, організацію виробництва. Розглядаються і пропонуються можливі джерела одержання технології ("ноу-хау"): ліцензування; придбання повного права на технологію; спільне володіння правом використання технології.

Найголовнішим завданням технічного аналізу інвестиційного проекту є визначення технологій, що найбільше задовольняють поставлені цілі проекту; аналіз місцевих умов, у тому числі доступності та вартості сировини, енергії, робочої сили; перевірка наявності потенційних можливостей планування і здійснення проекту.

Технічний аналіз починається з оцінювання власних технологій і звичайно проводиться групою експертів підприємства з можливим залученням зі сторони вузькоспеціалізованих фахівців. У разі неможливості використовувати власну технологію аналізуються можливості її залучення шляхом створення спільного підприємства з іноземною фірмою; придбання устаткування, що містить технологічне "ноу-хау" (з можливістю остаточного налагодження технологічного процесу та навчання персоналу доти, доки підприємство не виробить необхідний готовий продукт); придбання ліцензій на виробництво; технічної допомоги з боку закордонного технолога.

Остаточний вибір підприємством технології ґрунтується на тому, чи добре зарекомендувала вона себе раніше; технологія не повинна бути орієнтована на імпортне устаткування і сировину. Аналіз альтернативних

технологій передбачає вибір найкращого варіанта на основі агрегованого критерію.

Вибір кращого технічного рішення спочатку потребує оцінювання ключових факторів конкурентного успіху залученої технології, наприклад, таких її аспектів як попереднє використання; доступність, вартість, кількість постачальників та якість сировини; комунальні послуги і комунікація; наявність патенту або ліцензії; пристосованість технології до місцевих природних умов; безпека й екологія; капітальні та виробничі витрати. Потрібно бути упевненим, що організація, яка продає технологію, має на неї патент або ліцензію, а також у пристосованості технології до місцевих природних умов (температури, вологості і т. ін.). Принаймні на початковому етапі має передбачатися спостереження за виробництвом продавця технології.

Далі визначається значущість (вага) кожного впливового фактору; а конкурентні технології оцінюються стосовно факторів, наприклад, за десятибальною шкалою. У підсумку здійснюється розробка попереднього та детального плану реалізації проекту.

Вибір обладнання, будівельні роботи, потреби в ремонті та заміні. Оцінювання інвестиційних витрат на їх придбання. Конкретний перелік необхідного обладнання з розподілом за групами (технологічне, механічне, електромеханічне, інструменти, транспортне та конвеєрне тощо) із зазначенням та обґрунтуванням вибору його постачальників. Вказується, чи є наявне в ініціатора інвестиційного проекту необхідне обладнання, чи його потрібно придбати в Україні або за кордоном. Список запасних частин, наукового обладнання та приладів. Попередній план будівельно-монтажних робіт (розробляється після аналізу забезпеченості випуску продукції (послуг) необхідними виробничими приміщеннями та об'єктами виробничої інфраструктури; розглядається можливість їх відповідного розширення, придбання чи нового будівництва). У разі відсутності необхідних об'єктів інфраструктури потрібно передбачити, хто, в які терміни і за рахунок яких коштів їх створюватиме. Необхідність та можливість ремонтних робіт. Забезпеченість робочою силою відповідного рівня кваліфікації для належного режиму експлуатації обладнання. Початковий розрахунок вартості інвестиційних витрат на будівництво (із розрахунку питомих витрат на 1 кв. м площі).

Графік реалізації проекту (від створення спеціальної групи здійснення проекту до проведення передексплуатаційних випробувань обладнання та всього виробництва). Враховуються витрати часу на пошук, оцінювання потенційних постачальників обладнання та матеріалів, підготовку тендерних документів, проведення переговорів і укладання відповідних контрактів, проведення передексплуатаційних випробувань обладнання й усього виробництва. Графік реалізації інвестиційного проекту є основним документом, що відображає результати оперативного планування, він охоплює весь обсяг робіт, який планується виконати за проектом.

7. ***Управління реалізацією проекту (організаційний план)*** – форма власності; організаційно-правова форма, інформація про основних пайовиків;

ступінь відповідальності партнерів (пайовиків); інформація про членів керівного складу; організаційна структура, розподіл обов`язків. Компетентність керівника інвестиційного проекту, що намічається до впровадження: освіта; базова спеціальність; загальний трудовий стаж; стаж роботи на підприємствах даної галузі; стаж роботи у комерційних структурах; вік.

Організація та управління реалізацією інвестиційного проекту. Цей розділ містить інформацію про основні етапи розробки організаційної структури (визначення комерційних цілей та завдань; розробка організаційної структури; підготовка програми навчання та набору персоналу). Інвестиційний проект може реалізовуватися в рамках діючої організаційно-правової форми його ініціатора, організаційно-правової форми інвестора, шляхом створення нового акціонерного товариства.

Також враховують виробничі, адміністративні, складські, допоміжні, соціально-побутові будинки і споруди; торговельна мережа; наявний транспорт; електропостачання; водопостачання й каналізації та ін. Організаційна структура реалізації проекту розробляється для трьох рівнів управління:

верхнього (довгострокове стратегічне, економічне та бюджетне планування, контроль та координація діяльності);

середнього (планування та контроль, збут, виробництво, фінансування тощо);

нижчого рівня управління (передбачає щоденний контроль над поточними операціями).

Розглядається можливість реалізації інвестиційного проекту самостійно (без відповідної організаційної та фінансової підтримки інвестора), а також необхідність залучення підрядника чи субпідрядника.

Організаційне проектування (передбачає створення у разі необхідності адміністративних підрозділів: загального управління, фінансів та фінансового контролю, управління персоналом, маркетингу та збуту, постачання, транспортування та зберігання, виробничих, економічних розрахунків, якості і т. ін.). Бажано представити схему організаційної структури управління об'єктом на стадії його експлуатації.

Накладні видатки. Здійснюється початкова калькуляція накладних організаційних видатків.

Визначення потреби у трудових ресурсах. Класифікація трудових ресурсів за категоріями персоналу. Визначення потреби в робочій силі, виходячи з соціально-економічних особливостей регіону реалізації проекту. Розробка програм підготовки та перепідготовки кадрів на етапі проектування та будівництва об'єкта. Оцінювання витрат на наймання, підготовку та перепідготовку кадрів.

8. ***Оцінка ризику і страхування*** – слабкі сторони підприємства_(фірми) ймовірність появи нових технологій; альтернативні стратегії, форми та методи страхування.

9. ***Юридичний план*** – практичне обслуговування господарської практики, консультативні послуги для відділів, виробництв, партнерів (пайовиків), захист прав власників, інтересів підприємств (фірм) та інше.

10. ***Фінансовий план*** – план доходів та видатків; план грошових надходжень і платежів; балансовий план; точка самоокупності; джерела та використання коштів; розрахунок показників ефективності інвестиційного проекту; стратегія фінансування.

Цілі та завдання фінансового аналізу. Описуються цілі цього розділу (аналіз та оцінювання витрат, результатів та майбутнього чистого прибутку, виражених у фінансових категоріях), вказуються основні методичні принципи, що використовуються в процесі аналізу: надійність інформації, структура і значущість витрат та запроектованих грошових надходжень від реалізації продукції для визначення чинників, що мають вирішальний вплив на здійсненність інвестицій. Визначення найбільш привабливого альтернативного проекту в умовах наявного рівня невизначеності, а також визначення структури та обсягу необхідних фінансових ресурсів для реалізації та експлуатації проекту є головними об'єктами фінансового аналізу.

Аналіз витрат та грошових надходжень проекту. Класифікація витрат (виробничі витрати, збутові витрати (витрати маркетингу), початкові інвестиційні витрати тощо).Оцінювання витрат (здійснюється кумулятивне оцінювання витрат та їх підсумовування за відповідними статтями на всіх етапах реалізації інвестиційного проекту (див. додатки)). План прибутку (розробляється з метою розрахунку валового, оподатковуваного та чистого прибутку, отриманого внаслідок реалізації інвестиційного проекту). План прибутку розраховується у чіткій відповідності до чинного законодавства країни. Баланс грошових потоків (у підсумку узагальнює всі попередні розрахунки щодо обсягів реалізації продукції (послуг), витрат, податків, залучення капіталу). Аналіз прогнозованого балансу грошових потоків дає змогу виявити можливі "вузькі місця" в погашенні довготермінової заборгованості, забезпечити необхідну суму оборотних коштів на певні дати, уточнити структуру капіталу інвестиційного проекту. Складений баланс у подальшому використовується у підготовці необхідних вихідних показників для розрахунку економічної ефективності проекту (див. додатки)

Фінансування проекту. Оцінювання потреб фінансування попереднє – до розробки ТЕО; остаточне – після вибору місця реалізації проекту; визначення потужності, розрахунків витрат з проекту). Остаточне визначення необхідного обсягу фінансових ресурсів можливе лише після вибору місця реалізації проекту, визначення його виробничої потужності й розрахунків витрат на підготовку ділянки, будівництво, придбання технології та обладнання. Джерела фінансування проекту. Джерелами покриття фінансових потреб є власний та акціонерний капітал (випуск звичайних та привілейованих акцій), позиковий капітал (довготермінові позики національних, державних та міжнародних фінансових інститутів під фінансування нових проектів). Комерційні банки, постачальники сировини та матеріалів надають короткотермінові та довготермінові позики під обіговий капітал; лізингове фінансування придбання

обладнання здійснюється лізинговими компаніями, банками та ін. Складним, але надзвичайно важливим завданням на цьому етапі є знаходження оптимального співвідношення між різноманітними джерелами фінансування інвестиційного проекту, що дасть змогу мінімізувати вартість залученого капіталу та відповідно зменшити можливі інвестиційні ризики.

Оцінювання економічної ефективності інвестиційних проектів (визначення чистого приведеного до теперішньої вартості доходу від реалізації проекту; модифікованої внутрішньої норми дохідності; простого та дисконтного періоду окупності інвестицій; індексу рентабельності (вигідності) інвестицій та інших показників). Фінансово-економічні показники діяльності виробництва (коефіцієнти ліквідності та оборотності активів; коефіцієнти фінансової стійкості, платоспроможності підприємства; показники прибутковості та рентабельності капіталу; економічні наслідки реалізації інвестиційного проекту, ефективність зайнятості тощо).

11. ***Додатки*** – копії ліцензії, контрактів, сертифікатів тощо; ділове листування; копії документів з вилученими вихідними даними; прейскуранти постачальників та інше.

Внаслідок великої різноманітності видів виробничої діяльності підприємств виділені вище компоненти ТЕО можуть значно варіювати для кожного конкретного інвестиційного проекту. Тому жоден узагальнений підхід до розробки ТЕО не зможе відобразити всі особливості умов реалізації різних проектів. Однак необхідно пам'ятати, що чим більших обсягів фінансових та інших ресурсів потребує здійснення інвестиційного проекту, тим детальнішим та всеосяжним має бути його ТЕО.

Зміст бізнес-плану – це творчість авторів, а робота над планом – це серйозна робота над організацією виробничої діяльності. Найбільш поширеною причиною банкрутств є неспроможність підприємця правильно планувати свою діяльність, тому краще спочатку зробити бізнес-план. Ніж втратити гроші і час потім.

Витрати на попереднє ТЕО становлять 0,25–1,5% загальної вартості інвестиційного проекту (або якщо витрати виражаються в людино-місяцях, то вони становлять від 6 до 12 людино-місяців). Безпосередня розробка остаточного, докладного ТЕО має здійснюватися тільки тоді, коли обсяг необхідних інвестиційних витрат на реалізацію проекту вже точно відомий, а також коли відомі вітчизняні та іноземні (у випадку спільного підприємства) спонсори проекту, готові фінансувати та активно підтримувати таке обґрунтування самостійно або за допомогою консультантів. ТЕО для невеликих промислових проектів становить до 3 % загальної вартості проекту (від 12 до 15 людино-місяців); ТЕО у сфері великої промисловості або для проектів з дослідними технологіями чи складними ринками – 2,0–10,0% (мінімум 15 людино-місяців).

Кожна робота в календарному плані графіка реалізації проекту має характеризуватися за часом, необхідним для його виконання, термінами початку та закінчення робіт. Запланований час виконання окремих робіт має бути визначений з імовірністю не менше 75—80 %, що дасть змогу забезпечити

реальність реалізації розробленого календарного плану. З урахуванням такої ймовірності передбачуваний резерв часу на здійснення необхідних за проектом робіт має становити 10–15% усього часу календарного плану. В подальшому, при укладенні контрактів між окремими учасниками проекту, необхідно додатково обумовити порядок розподілу визначеного часового резерву.

Організаційно-економічний механізм управління інвестиційним проектом має найрізноманітніші організаційні та контрактні системи.

Традиційна форма управління проектом характеризується відносною організаційною та часовою відокремленістю основних фаз та етапів реалізації проекту. Замовник проекту бере на себе всі функції управління і є, таким чином, координатором усіх робіт з проекту, тим самим активно впливаючи на хід його реалізації. Однак у разі власної недостатньої компетентності замовник може додатково скористатися послугами консультаційних фірм. На сучасному етапі така форма управління проектом вважається недостатньо ефективною.

Останнім часом все більшого поширення набуло застосування прогресивних (інтегрованих) форм управління інвестиційним проектом, які значно підвищують ефективність реалізації проекту, оскільки забезпечують безперервність інвестиційного циклу, поєднують його окремі організаційні структури та спрямовують їх на оптимальне досягнення поставленої мети. Такі структури дають змогу виконати сучасні жорсткі вимоги замовників до технічного рівня та якості об'єктів, задовольнити зростаючу індивідуалізацію запитів за оптимізації рівня вартості та термінів реалізації інвестиційних проектів.

У разі реалізації великих проектів є два основні типи структур для груп з управління проектами: робоча група проекту; матрична структура (використовується також комбінація цих двох груп).

Отже бізнес-план або техніко-економічне обґрунтування (ТЕО) дає змогу оцінити сукупність різноманітних технічних аспектів інвестиційного проекту та зробити відповідні висновки про техніко-технологічну, економічну обґрунтованість запропонованих проектних рішень. Інвестор не може ігнорувати цього етапу інвестиційного проектування, оскільки саме на ньому можна з'ясувати можливість технічного здійснення проекту з прийнятним рівнем витрат.

Питання для перевірки знань

1. Дайте визначення управлінню реальними інвестиціями. Які його особливості?
2. Які існують основні форми реального інвестування? Коротко охарактеризуйте їх.
3. Що розуміють під політикою управління реальними інвестиціями? Які основні етапи її формування?
4. Що розуміють під інвестиційним проектом? Як класифікують інвестиційні проекти?

5. Що таке інвестиційний цикл? Дайте характеристику основним етапам інвестиційного циклу.

6. Охарактеризуйте основні розділи бізнес-плану інвестиційного проекту.

7. Яким чином здійснюється оцінка ефективності інвестиційного проекту? Які її основні принципи?

Рекомендована література для вивчення теми: [7, 8,15-18, 24– 26, 35].

ТЕМА 7. ПРАВИЛА ПРИЙНЯТТЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РІШЕНЬ

7.1. Мета та послідовність оцінки реальних інвестиційних проектів. Показники оцінки ефективності інвестиційних проектів.

7.2. Особливості обґрунтування інвестиційних рішень в умовах невизначеності.

7.1. Мета та послідовність оцінки реальних інвестиційних проектів. Показники оцінки ефективності інвестиційних проектів

*Загальна характеристика критеріїв та методів оцінки інвестиційних проектів***.** Завданням внутрішньої інвестиційної діяльності підприємства є вибір найефективніших напрямів вкладення коштів для поліпшення внутрішніх і зовнішніх умов його функціонування. Один із цих напрямів – діагностика доцільності реальних інвестицій у підприємство.

Мета таких капіталовкладень – розвиток потенціалу підприємства: підвищення гнучкості виробничого профілю (постійне приведення асортименту виробів у відповідність із ринковим попитом), нарощення різних видів ресурсів (технічних, технологічних, інформаційних тощо), створення товарно-матеріальних запасів. Для того, щоб вистояти в умовах конкуренції, підприємство повинно постійно спрямовувати кошти (власні або залучені) на закупівлю матеріальних цінностей, необхідних для оновлення, диверсифікації виробництва. При цьому інвестиції можуть бути різні – від вкладання ресурсів у ремонт обладнання до таких, що спрямовані на розробку нового технологічного процесу, виробу тощо.

Для формування ефективних стратегічних і тактичних програм підприємству необхідно постійно проводити діагностику запропонованих проектів і спрямовувати її, насамперед, на перспективу (хоча результати ретроспективної діагностики стану інвестиційної діяльності об’єкта теж беруться до уваги).

Якість діагностичного аналізу залежить від обраних критеріїв оцінки прийняття інвестиційних рішень, тобто наскільки вагомим є комплекс факторів, що використовуються під час досліджень, і наскільки правильно враховується їх можливий вплив на прийняття конкретного інвестиційного рішення. Увесь комплекс факторів можна поділити на три групи:

– фактори, вплив яких вимірюється кількісно, – кількісні критерії прийняття інвестиційних рішень;

– фактори, вплив яких вимірюється кількісно лише частково;

– якісні фактори, вплив яких зовсім не можна виміряти кількісно.

Серед кількісних факторів оцінки ефективності інвестиційної діяльності сьогодні найбільшого поширення отримали наступні показники.

1. ***Період окупності*** (Payback Period). Показник визначає, скільки потрібно часу, щоб інвестиції дали прибуток, який дорівнює витратам.

Показник-аналог – дисконтний період окупності, тобто окупність із використанням поточної вартості.

Критерій 1. Проект схвалюється, якщо період окупності не перевищує встановленого періоду.

2. ***Облікова дохідність (Accounting Rate of Return – ARR) або дохідність інвестицій (Return on Investment – ROI).*** Визначається як відношення чистих грошових надходжень без урахування амортизації до суми початкових інвестицій.

Критерій 2. Проект схвалюється, якщо норма дохідності відповідає вимогам інвестора.

3. ***Чиста дисконтна вартість (Net Present Value – NPV)*** – сума дисконтованих фінансових підсумків (різниця між сумою надходжень і витрат капіталу) за всі роки реалізації проекту, враховуючи дату початку інвестицій.

Критерій 3. Проект приймається, якщо NPV > 0.

4. ***Внутрішня ставка дохідності (Internal Rate of Return – IRR).*** Показує цінність інвестицій (у відсотках). Це ставка дисконту, за якої віддача від інвестиційного проекту дорівнює початковим інвестиціям у проект.

Критерій 4. Порівнюється IRR проекту з NPV проектів, що мають однаковий ризик. Проект можна прийняти, якщо IRR альтернативних проектів менша.

5. Індекс прибутковості PI (Profitability Index) – відношення віддачі капіталу до вкладеного капіталу.

Критерій 5. Проект приймається, якщо PI > 1.

Щодо факторів, вплив яких можна виміряти кількісно лише частково, то головні напрями проведення діагностики наступні:

– аналіз впливу інфляції. При цьому потрібно враховувати різний вплив інфляції на окремі статті, з яких складаються очікувані грошові потоки;

– аналіз впливу фактору «ерозія продажу», що виникає тоді, коли на ринок надходить новий товар, схожий на вже існуючий. У результаті виникають зміни в реалізації останнього. Аналіз «ерозії продажу» необхідний для того, щоб вирішити, чи варто підприємству виготовляти новий товар;

– аналіз природи асигнувань на накладні витрати. Він потрібен, оскільки асигнування мають подвійну природу. Наприклад, якщо підприємство спрямовує свої кошти на проекті накладні витрати, то це не є додатковими витратами і не входить до очікуваних грошових потоків.

Водночас, якщо проект потребує обов’язкових накладних витрат, то вони зараховуються до суми грошового потоку. Аналіз природи витрат дозволяє зробити правильний вибір їх категорії. Це може суттєво вплинути на майбутнє визначення ефективності інвестиційного проекту, що досліджується;

– аналіз джерел фінансування інвестицій. Їх наявність для одного з проектів зовсім не означає можливості фінансування іншого проекту (наприклад, наявність цільових капіталовкладень). Проте повна відсутність фінансових можливостей робить абсолютно нереальним будь-який проект;

– аналіз ступеня ризику інвестиційного проекту. Наявні кількісні методи визначення ризику досить прості, однак не позбавлені недоліків. Тому доцільно

використовувати й експертні методи оцінки. Обидва методи можуть використовуватися комбіновано.

Оцінка впливу якісних факторів – один із найскладніших напрямів діагностики. Комплекс якісних факторів такий різноманітний, кожний інвестиційний проект настільки особистий, що принципово неможливо чітко визначити усі напрями діагностики. Однак, узагальнюючи, можна визначити наступні напрями якісного діагностичного аналізу:

– аналіз відповідності інвестиції цілям підприємства;

– аналіз відповідності інвестиції стратегії і тактиці підприємства. Формування інвестиційного портфеля підприємства пов'язане не тільки з вибором найприбутковіших і найменш ризикованих проектів, а й таких, що максимально відповідають загальній економічній стратегії підприємства;

– аналіз ризику інвестицій та комплексу побічних факторів, що впливають на рівень ризику. Діагностика ризику, пов'язаного з інвестиціями, найбільше відображає вплив невизначеності внутрішнього та зовнішнього стану підприємства на прийняття інвестиційних рішень. Тому аналіз ризику пов'язаний з дослідженнями широкого кола якісних факторів. Наприклад, у ході формування портфеля інвестицій доцільно обирати проекти, які мають негативну кореляцію, оскільки ризики від цих проектів компенсують один одного.

Щодо ступеня ризику, то необхідно враховувати і такий якісний фактор, як характеристика галузі, до якої належить підприємство. Він важливий, бо комерційний ризик є відображенням надійності прибутків, які оцінюють галузь у цілому.

Наприклад, виробничий ризик характеризує саме рівень підприємства. Відповідно до цього потрібно враховувати здатність підприємства реагувати на зміни у ринковому попиті щодо власної продукції. Чим вищий поріг рентабельності підприємства (вищі його постійні витрати), тим слабше воно реагуватиме на зміни в економічному середовищі, тим вища страхова премія, яку нав'язують йому кредитори. Щодо фінансового ризику, то відповідно до зростання частки боргів у структурі капіталу підприємства зростає і його страхова премія.

Розгляд трьох наведених груп факторів свідчить, що діагностика матиме найбільші результати, якщо охопить комплекс усіх факторів – як якісних, так і кількісних. Нажаль, навіть у країнах з високорозвиненою ринковою економікою, з великим досвідом фірм у галузі інвестиційної діяльності майже відсутній апарат досліджень для якісного аналізу, тому в сучасній практиці здебільшого застосовуються кількісні методи діагностики, які ґрунтуються на нових методичних розробках.

Сукупність кількісних методів, що використовуються для оцінки ефективності інвестицій, можна поділити на дві групи: динамічні (які враховують фактор часу) і статичні (облікові).

Динамічні методи також називають дисконтними, бо вони базуються на визначенні теперішньої вартості (дисконтуванні) грошових потоків, що створюють інвестовані кошти (див. тема 2).

На показники ефективності суттєво впливають інфляція та ризик, але в подальшому використовуватимемо поняття ставка дисконту, маючи на увазі, що величина дисконту враховує ці фактори.

Використання кількісних критеріїв оцінки ефективності інвестиційних проектів допомагає аналітику прийняти, схвалити або змінити проект. Вибір конкретного критерію для висновку про ефективність проекту залежить від певних чинників:

– наявної ринкової перспективи;

– існування обмежень на ресурси для фінансування проекту;

– коливань грошових потоків та можливості одержання прибутку.

Період окупності проекту (Payback Period – PBP)

Період окупності проекту – це час, який потрібен для того, щоб сума надходжень від реалізації проекту відшкодувала суму витрат на його впровадження. Період окупності звичайно вимірюється в роках або місяцях.

Приклад. Для реалізації проекту необхідні початкові інвестиції в розмірі 250 млн. гривень. Менеджери планують отримувати від реалізації проекту щорічні надходження в розмірі 90 млн. гривень. Строк окупності цього проекту може розраховуватися наступним чином (ф. 7.1):

$$T = \frac{IK}{ACI} \quad , \qquad (7.1)$$

де T – період окупності;

IK (Initial investment) – сума інвестицій (витрат);

ACI (Annual cash inflow) – щорічні надходження.

Показник вказує кількість років, потрібних для відшкодування капітальних витрат із чистих сумарних доходів проекту. Критерій прямо пов’язаний із відшкодуванням капітальних витрат у найкоротший період часу і не сприяє проектам, які дають великі вигоди лише згодом. Загальне правило прийняття проектів за критерієм PBP: з альтернативних проектів приймається той, що має менший період окупності.

Оцінка періоду окупності є різновидом розрахунку точки беззбитковості, бо після закінчення строку окупності проект починає приносити вигоди. Але цей показник має один істотний недолік – він не може слугувати за міру прибутковості, оскільки не враховуються грошові потоки після строку окупності, а також вартість капіталу проекту.

Для того, щоб позбавитись цих недоліків використовують показник дисконтного періоду окупності (Discount payback period – DPB).

При цьому розрахунки здійснюються з використанням дисконтних грошових потоків.

Приклад. Керівництво мережі готелів «Імперія» інвестувало на будівництво нового готелю 40 млн. гривень і планує отримувати від експлуатації готелю відповідно:

1-й рік – 35 млн. грн.;

2-й рік – 60 млн. грн.;
3-й рік – 80 млн. грн.;
4-й рік – 100 млн. грн.

Для розрахунку періоду окупності інвестицій візьмемо ставку дисконту в розмірі 100 %. Дисконтування грошових потоків проведемо за формулою (ф. 7.2):

$$\frac{FVt}{(1+r)^t}, \qquad (7.2)$$

де FVt – грошовий потік (чисті грошові надходження) за рік t;
r – ставка дисконту;
t – рік, за який отримано грошовий потік.

Таблиця 7.1 – Розрахунок періоду окупності

Грошові потоки	**Початкові інвестиції (витрати)**	**Надходження**			
	0	1	2	3	4
Чистий грошовий потік	– 40 млн.	35 млн.	60 млн.	80 млн.	100 млн.
Чистий дисконтний грошовий потік		17,5 млн.	15 млн.	10 млн.	6,25 млн.
Накопичений чистий дисконтний грошовий потік		-22,5 млн.	-7,5 млн.	+3,5 млн.	
Дисконтний період окупності				2,75 р.	

Накопичений чистий дисконтний грошовий потік є непокритою часткою початкової інвестиції. Щороку, в міру отримання прибутків від інвестицій, ця величина зменшується. З табл. 7.1 видно, що наприкінці другого року непокритими залишились 7,5 млн. грн. З цього випливає, що дисконтний період окупності становить два повних року і частину третього року.

Показники PBP та DPB достатньою мірою характеризують ризик проекту і надають менеджеру важливу інформацію про строки, протягом яких гроші будуть пов’язані з цим проектом.

Середня ставка прибутковості проекту (average rate of return, ARR) Основоположною ідеєю визначення норми прибутковості інвестицій є порівняння чистих прибутків, очікуваних від проекту, з параметрами інвестування. Найпоширенішим методом оцінки норми прибутковості інвестиційних проектів є метод визначення середньої ставки прибутковості проекту. Цей метод оцінки доцільності інвестування, напевне, найстаріший.

Середня ставка прибутковості проекту (позначимо її як ARR) дорівнює відношенню середньої величини річних майбутніх чистих прибутків від інвестицій до половини суми первинних інвестицій, тобто:

$$ARR = \frac{\frac{1}{n}\sum_{t=1}^{n} S_t}{\frac{A_0}{2}} 100\% \quad , \qquad (7.3)$$

де S – щорічний грошовий потік;

A_0 – первинні інвестиції;

До недоліків цього методу слід віднести такі:

1. Не враховується вартість грошей у часі.

2. Ігноруються амортизаційні відрахування як джерело грошового потоку від інвестицій.

3. Використовуються балансові прибутки, а не грошові потоки.

Хоча метод ССП легкий для розуміння й роботи, його не рекомендують застосовувати як основний для фінансового аналізу.

Приклад. ***Середня ставка прибутковості***

Припустимо, що в наступні 5 років фірма сподівається отримати відповідно такі чисті прибутки: \$15000, \$25000, \$30000, \$22000, \$18000. Визначте ССП, якщо початкові інвестиції становлять \$120000.

Розв'язання. Використовуємо формулу (3.2) для визначення ССП.

$$ARR = \frac{\frac{1}{n}\sum_{t=1}^{n} S_t}{\frac{A_0}{2}} 100\% = \frac{\frac{1}{5}(\$15000 + \$25000 + \$30000 + \$22000 + \$18000)}{\frac{\$120000}{2}} 100\% =$$

$$= \frac{\$22000}{\$60000} 100\% = 36.7\%.$$

Чиста теперішня вартість (Net Present Value – NPV).

Це найвідоміший критерій, що використовується найчастіше. У літературі зустрічаються й інші його назви: чиста наведена вартість, чиста наведена цінність, дисконтні чисті вигоди. NPV є дисконтною цінністю проекту (поточною вартістю доходів або вигід від зроблених інвестицій), показником абсолютної ефективності інвестицій і дорівнює різниці між майбутньою вартістю потоку очікуваних вигід та поточною вартістю нинішніх і наступних витрат проекту протягом усього його циклу.

Для розрахунку NPV проекту необхідно визначити ставку дисконту, використати її для дисконтування потоків витрат та вигід і підсумувати дисконтні вигоди й витрати (витрати зі знаком мінус). При проведенні фінансового аналізу ставка дисконту звичайно є ціною капіталу для фірми. В економічному аналізі ставка дисконту є закладеною вартістю капіталу, тобто прибутком, який міг би бути одержаний при інвестуванні найприбутковіших альтернативних проектів.

Загальне правило прийняття проектів за критерієм NPV: якщо NPV> 0, то проект можна рекомендувати для фінансування. Якщо NPV < 0 – проект не

приймається. Значення NPV = 0 означає, що надходжень від проекту достатньо для того, щоб забезпечити мінімальний рівень дохідності на інвестований капітал, тобто рівно стільки, щоб сплатити власникам капіталу плату за користування ним.

Значення NPV > 0 означає, що надходжень від інвестицій вистачить не тільки для розрахунків із кредиторами та засновниками підприємства, але й на збільшення доходів акціонерів, а це, в свою чергу, призводить до зростання вартості акцій цієї компанії. Тому можна говорити про те, що вартість фірми складається з двох часток: 1) вартості активів; 2) вартості «можливостей росту», тобто проектів із NPV > 0.

Розрахунок NPV проводиться за формулами:

$$CFt = \sum_{i=0}^{n} \frac{Bt - Ct}{(1+i)^t} = \sum_{i=0}^{n} \frac{Ft}{(1+i)^t} \quad , \qquad (7.4)$$

де Bt – вигоди проекту в рік t;

Ct – витрати на проект у рік t; i – ставка дисконту;

n – тривалість (строк життя) проекту;

Ft – чисті грошові потоки у рік t.

Приклад. Розрахуємо чисту теперішню вартість проекту, вигоди та витрати якого розподіляють за роками, якщо ставка дисконту дорівнює 10 %.

Основна перевага NPV полягає в тому, що всі розрахунки проводяться на основі грошових потоків, а не чистих доходів. Окрім того, ефективність головного проекту можна оцінити шляхом додавання до NPV його окремих підпроектів. Це дуже важлива властивість, яка дозволяє використовувати NPV як основний критерій при аналізі інвестиційного проекту. Основна вада NPV полягає в тому, що її розрахунок вимагає детального прогнозу грошових потоків на строк життя проекту. Часто робиться припущення про постійність ставки дисконту.

При застосуванні NPV виникають наступні труднощі.

1. Складно визначити NPV у проектах, до яких входять дрібніші проекти.

2. При порівнянні проектів різної тривалості за NPV необхідно використовувати спеціальні процедур приведення строків до періоду, що порівнюється.

3. При аналізі проектів, що мають різні початкові інвестиції та строки реалізації можуть виникати труднощі щодо прийняття управлінських рішень.

Приклад розрахунку NPV наведено в табл. 7.2.

Приклад. Розглянемо два проекти, що мають ставку дисконту 10%. Відповідні грошові потоки, та розрахунок NPV наведені в таблиці 7.3.

Таблиця 7.2 - Приклад розрахунку NPV

Роки	**Витрати**	**Вигоди**	**Чисті потоки**	**Коефіцієнт дисконтування**	**Дисконтні чисті потоки**
t	Ct	Bt	Ft	1/(1+i)	
1	1,09	0	-1,09	0,909	-0,99
2	4,83	0	-4,83	0,826	-3,99
3	5,68	0	-5,68	0,751	-4,27
4	4,50	0	-4,50	0,638	-3,07
5	1,99	0	-1,99	0,621	-1,24
6	0,67	1,67	1,00	0,565	0,57
7	0,97	3,34	2,37	0,513	1,22
8	1,30	5,00	3,70	0,467	1,73
9	1,62	6,68	5,06	0,424	2,15
10-30	1,95	8,38	6,43	3,283	23,58
NPV – чиста поточна вартість					15,67

Таблиця 7.3 – Умови реалізації проектів

Проект	**Витрати**	**Чисті вигоди**	**Дисконтні чисті вигоди**	**NPV**
X	– 10 000	16 500	15 000	5 000
Y	– 100 000	115 000	105 000	5 000

NPV проектів X, Y становить 5000 і в разі необхідності не дозволяє обрати кращий проект. Тому, поряд із абсолютним показником ефективності інвестицій NPV, використовуються й відносні показники – внутрішня норма рентабельності та індекс рентабельності.

Внутрішня норма рентабельності (Internal Rate of Return – IRR). У літературі зустрічаються й інші назви: внутрішня ставка рентабельності, внутрішня ставка доходу, внутрішня норма прибутковості. IRR проекту дорівнює ставці дисконту, при якій сумарні дисконтні вигоди дорівнюють сумарним дисконтним витратам, тобто IRR є ставкою дисконту, при якій NPV проекту дорівнює нулю. IRR дорівнює максимальному проценту за позиками, який можна платити за використання необхідних ресурсів, залишаючись при цьому на беззбитковому рівні. За змістом IRR є очікуваним рівнем дохідності (більше за цю величину бути не може, а менше – небажано для інвестора).

Значення IRR – це точка беззбитковості, якщо IRR більше вартості інвестованого капіталу, то акціонери компанії одержують прибуток, якщо IRR менше, то це означає зменшення поточного капіталу акціонерів. Метод IRR – це метод класифікації інвестиційних пропозицій із використанням граничного рівня дохідності інвестицій в активи, що дорівнює ставці дисконту, за якою теперішня вартість надходжень від проекту дорівнює теперішній вартості витрат на нього.

Розрахунок IRR проводиться методом послідовних наближень величини NPV до нуля при різних ставках дисконту.

$$CFt=IK \text{ або } \sum_{i=0}^{n}\frac{F_T}{(1+x)}-\sum_{i=0}^{n}IK=0\ . \qquad (7.5)$$

Загальне правило прийняття проектів за критерієм IRR: якщо значення IRR проекту для приватних інвесторів більше за вартість капіталу інвестора або за існуючу ставку рефінансування банків, а для держави – за нормативну ставку дисконту і більше за IRR альтернативних проектів з урахуванням ступеня ризику, то проект може рекомендуватися для фінансування.

Але звичайно показник IRR розраховують або за допомогою фінансового калькулятора, або з використанням комп'ютерної програми. У фінансовому калькуляторі є вбудована функція для розрахунку IRR, тому достатньо ввести всі значення CF у регістр грошових потоків та натиснути клавішу «IRR». Якщо грошові потоки надходять рівними частками щороку, тоді маємо ануїтет, і для визначення IRR достатньо скористатися фінансовою таблицею ануїтетних факторів.

Істотна різниця між NPV та IRR полягає в тому, що використання IRR завжди веде до вибору одного й того ж проекту, натомість вибір за NPV залежить від вибраної ставки дисконту. Вибір проектів за NPV правильний настільки, наскільки правильно обрано ставку дисконту. Обидва методи передбачають, що отримані від інвестицій грошові потоки реінвестуються під процент, який дорівнює ставці дисконту. За методом NPV вважається, що ставка дисконту дорівнює вартості інвестованого капіталу, за методом IRR – ставці, за якою NPV=0.

При застосуванні IRR виникають певні труднощі.

1) Неможливо дати однозначну оцінку IRR для нестандартних проектів. Проект називають нестандартним, якщо протягом або наприкінці життєвого циклу передбачаються значні грошові витрати. Для таких проектів можливо декілька варіантів вирішення рівняння IRR, тому в таких випадках критерій IRR взагалі не можна використовувати

2) Застосування IRR неможливе для вибору альтернативних проектів різного масштабу, тривалості та неоднакових часових проміжків.

Приклад. Порівняємо проекти А та В за критеріями NPV та IRR.

Таблиця 7.4 – Проект А

t	**B_t-C_t**	**$1/(1+i)^t$** при 10 %	**B_t-C_t** при 10 %	**$1/(1+i)^t$** при 15 %	**B_t-C_t** при 15 %
0	-20000	1,0	-20000	1,0	20000
1	-12000	0,909	10908	0,870	10440
2	12000	0,826	9912	0,756	9072
			NPV=820		NPV=-488

IRR=10%+(820(15-10)%/(820+488)=13,1%.

Проект А має вищу NPV, але нижчу IRR. Якому проекту віддати перевагу? Розрахуємо NPV додаткових витрат за проектом

Правильну відповідь, здебільшого, дає NPV. Це зумовлено тим, що проект А коштує більше (на 18000 більше в 0-му році), але його цінність порівняно з проектом Б більша. Додаткові витрати за проекту А вигідні, оскільки додатковий прибуток дає позитивну NPV в сумі 564.

Таблиця 7.5 – Проект Б

t	**B_t-C_t**	**$1/(1+i)^t$** при 10 %	**B_t-C_t** при 10 %	**$1/(1+i)^t$** при 15 %	**B_t-C_t** при 15 %	**$1/(1+i)_t$** при 20%	**B_t-C_t** при 20 %
0	-2000	1,0	-2000	1,0	-2000	1,0	-2000
1	1300	0,909	1182	0,870	1131	0,833	1083
2	1300	0,826	1074	0,756	983	0,694	902
			NPV=256		NPV=114		NPV=-15

IRR=15%+(114(20-15))%/(114+15)=19,4%.

Модифікована внутрішня норма рентабельності (Modification Internal Rate of Return – MIRR) Модифікована внутрішня ставка прибутковості – це дисконтна ставка, при якій теперішня вартість витрат проекту дорівнює його кінцевій вартості, де остання добувається як сума майбутніх вартостей грошових надходжень, дисконтованих під вартість капіталу фірми.

Визначається МВСП (позначимо її як MIRR) за такою формулою:

$$MIRR = \sqrt[n]{\frac{\sum_{t=0}^{n} S_t (1+k)^{n-t}}{\sum_{t=0}^{n} \frac{A_t}{(1+k)^t}}} - 1, \qquad (7.6)$$

де A_t – грошові витрати проекту в період t;

S_t – грошові надходження проекту в період t;

k – вартість капіталу фірми (необхідна ставка прибутковості проекту);

n – тривалість проекту, років.

МВСП має значні переваги над звичайною ВСП. По-перше, МВСП припускає ставку реінвестування на рівні вартості капіталу, що дає точнішу оцінку справжньої прибутковості проекту, ніж реінвестування грошових надходжень за ВСП. По-друге МВСП розв’язує також проблему мультиплікації ВСП.

Приклад. Модифікована внутрішня ставка прибутковості

Проект К коштує $52125, і його очікувані грошові надходження дорівнюють $12000 щорічно протягом 5 років. Вартість капіталу становить 12%. Розрахуйте МВСП проекту.

Розв'язання. Використовуємо для розрахунку МВСП формулу (7.6):

$$MIRR = \sqrt[n]{\frac{\sum_{t=0}^{n} S_t(1+k)^{n-t}}{\sum_{t=0}^{n} \frac{A_t}{(1+k)^t}}} - 1 =$$

$$= \sqrt[5]{\frac{\$12000(1.12)^4 + \$12000(1.12)^3 + \$12000(1.12)^2 + \$12000(1.12) + \$12000}{\$52125}} -$$

$$-1 = \sqrt[5]{\frac{\$76234}{\$52125}} - 1 = 1.0790 - 1 = 0.0790 = 7.90\%.$$

МВСП проекту дорівнює 7.9%.

Індекс прибутковості (Profitability Index – PI)

Індекс прибутковості (PI) є відношенням суми наведених ефектів (різниця вигід і поточних витрат) до величини інвестицій. Основна формула розрахунку має вигляд:

$$\text{PI} = \frac{\sum_{i=0}^{n} CF_T}{\sum_{i=0}^{n} IK}, \qquad (7.7)$$

де ІК – величина інвестицій.

PI тісно пов'язаний з NPV.

Критерій відбору проектів полягає в тому, щоб вибрати всі незалежні проекти з коефіцієнтами PI, більшими або такими, що дорівнюють одиниці. При застосуванні цього критерію слід пам'ятати, що коефіцієнт PI має наступні недоліки:

– може давати неправильні ранжування за перевагою навіть незалежних проектів;

– непридатний для використання при виборі альтернативних проектів; – не показує фактичну величину чистих вигід.

Якщо NPV позитивна, то й PI > 1, і навпаки. Якщо PI > 1, проект ефективний, якщо PI < 1 неефективний.

Правила використання критеріїв

У цьому розділі розглядався процес прийняття рішень щодо доцільності капітальних вкладень, базуючись на результатах п'яти методів, які порівнювалися для виявлення їх позитивних та негативних сторін. Може скластися враження, що підприємству слід застосовувати лише один метод у процесі прийняття рішення. Однак практично всі рішення щодо доцільності капіталовкладень аналізуються за допомогою комп'ютерного забезпечення. Тому не так важко розрахувати та проаналізувати результати всіх методів, бо

кожен із них забезпечує того, хто приймає рішення, необхідною інформацією. *Метод періодів окупності* пропонує інформацію про ризик та ліквідність проекту. Триваліший період окупності означає, що:

1) доступ до інвестиційних грошей (фондів) буде закритий на декілька років, отже, проект неліквідний;

2) надходження грошових потоків очікується протягом тривалого часу – проект досить ризикований.

Метод NPV важливий, бо дає прямий вимір грошового прибутку (вигоди) акціонерів на основі теперішньої вартості проекту.

Тому показник NPV є найкращім засобом виміру прибутковості. Показник IRR також вимірює прибутковість, але вона виражена у процентному відношенні. Дехто з тих, хто приймає рішення, вважають це за краще.

IRR містить інформацію щодо «граничної норми безпеки» проекту, якої немає у NPV. MIRR притаманні всі властивості NPV. Це найкраще припущення ставки реінвестування. При її застосуванні не виникає проблеми мультиплікації норми прибутку.

Різні методи пропонують різні типи інформації. Їх легко розрахувати, тому їх необхідно розглядати у сукупності під час прийняття рішень. Було б нерозумно ігнорувати інформацію, яку несе кожний із вищезгаданих методів.

7.2. Особливості обґрунтування інвестиційних рішень в умовах невизначеності

До цього моменту просто припускалося, що в разі реалізації кожного проекту можна отримати дану послідовність грошових потоків. Потім аналізувалися ці грошові потоки та вирішувалося, чи варто реалізувати проект. Очевидно, неможливо з точністю прогнозувати грошові потоки. Тепер увага буде звертатися на визначення ризику в процесі оцінки доцільності капіталовкладень, тобто розглядатимуться способи визначення ризику, що притаманний проекту, та прийняття рішення на цій основі. Необхідність аналізу ризиків інвестиційного проекту полягає в тому, що інвестиційні проекти розробляються на основі визначених передбачень щодо капітальних і поточних витрат, обсягів реалізації продукції, цін на товари та послуги тощо.

Незалежно від якості та кількості даних передбачень, майбутній розвиток подій завжди є неоднозначним, тому практика планування капітальних інвестицій розглядає й аспекти невизначеності та ризику.

В інвестиційному і фінансовому менеджменті під ризиком найчастіше розуміють міру непевності в одержанні очікуваних доходів від заданих інвестицій. У ринковій економіці завжди наявний ризик.

Якщо конкретизувати загальне визначення ризику для аналізу проекту, то ризик проекту – це міра непевності в одержанні очікуваного рівня дохідності при реалізації даного проекту.

Метою аналізу проектних ризиків є:

– надання оцінки всім видам ризиків проекту;

– визначення ступеня доцільності реалізації проекту за наявного рівня ризику та способів його зниження;

– визначення можливих шляхів зниження ризиків.

Проектні ризики бувають зовнішні та внутрішні. *Зовнішні ризики*, у свою, чергу поділяються на *непередбачувані і передбачувані*.

Зовнішні непередбачувані ризики зумовлені:

– зміною політичної ситуації та непередбачуваними державними заходами регулювання у сфері землекористування, оподаткування, ціноутворення, експорту-імпорту, охорони довкілля та ін.;

– природними катастрофами (повенями, землетрусами, кліматичними змінами тощо);

– злочинами та несподіваним зовнішнім екологічним і соціальним впливом;

– зривами у створенні необхідної інфраструктури, банкрутствами, затримками у фінансуванні, помилками у визначенні цілей проекту. Зовнішні непередбачувані ризики врахувати практично неможливо. Зовнішні ж передбачувані ризики при аналізі проекту можна врахувати.

До них належать:

– *ринковий ризик* через погіршення можливостей одержання сировини, підвищення цін на неї, зміну вимог споживачів продукції, посилення конкуренції тощо;

– *операційний ризик*, пов’язаний із відступом від цілей проекту і неможливістю підтримання управління проектом;

– *ризик шкідливого екологічного впливу*;

– *ризик негативних соціальних наслідків*;

– *ризик зміни валютних курсів*;

– *ризик непрогнозованої інфляції*;

– *ризик податкового тиску*.

Внутрішні ризики поділяються на *планово-фінансові*, пов’язані із зривом планів робіт і перевитратою коштів, та *технічні*, пов’язані із зміною технології, погіршенням якості продукції, помилками в проектно-технічній документації та ін.

Проектні ризики зумовлені особливостями життєвого циклу проекту. Для оцінки ризику при виборі варіанта інвестування можна застосовувати метод експертних оцінок ризиків у різних фазах проекту.

При аналізі ризиків у передінвестиційній фазі оцінюють фінансово-економічну життєздатність проекту, організаційно-технічний потенціал, функції та завдання основних учасників, роботи, що виконуються, і рівень гарантій за інвестиціями та кредитами.

В інвестиційній фазі оцінюють структуру управління проектом, перебіг його реалізації і якість виконання проектних робіт.

В експлуатаційній фазі оцінці підлягають фактори, які негативно впливають на реалізацію проекту – затримка будівництва, перевищення витрат, непогодженість щодо фінансування, неспроможність контрагентів, втручання

держави, виникнення збитків, підвищення цін на сировину та енергоносії, некваліфіковане управління персоналом.

Аналіз ризиків у передінвестиційній фазі лежить в основі вибору варіанта інвестування, однак при цьому прогнозуються ризики і в інвестиційній та експлуатаційній фазах.

Співвідношення ризику і доходу.

Ризик можна поділити на дві категорії – за рівнем і за часом.

Рівень ризику. Різні інвестиції забезпечують різний рівень доходу. Якщо справа цілком надійна, то важко сподіватись на високі доходи. Але якщо пропонується вкласти гроші у ненадійну або ризикову справу, тоді закономірно вимагається високий дохід. Тобто інвестори повинні одержувати компенсацію за ризик.

Малий ризик пов'язаний із низькими доходами, великий – із великими. Взаємозалежність ризику (Х) і доходу (У) показана на рис. 7.1.

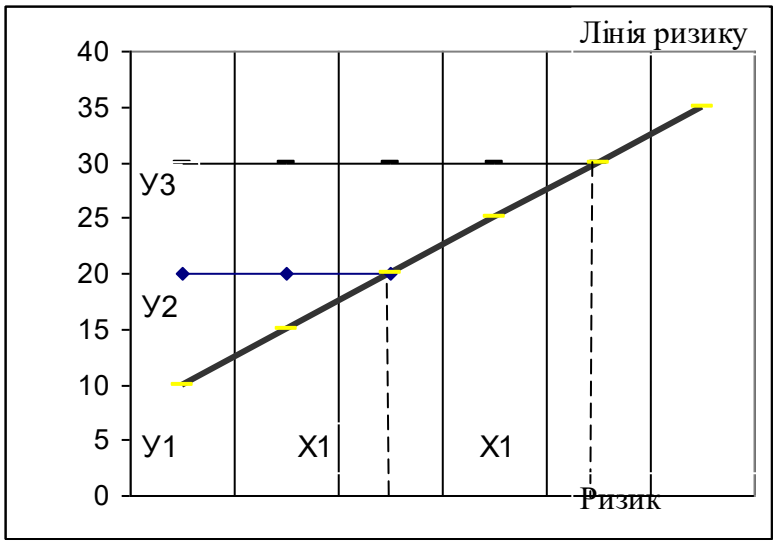

Рис. 7.1. Взаємозалежність ризику і доходу

Коли ризик відсутній, інвестори одержують дохід Y1, за ризик X1 інвестори одержать дохід Y2, за ризик X2 – дохід Y3. Тобто у звичайних умовах діяльності низький ризик передбачає низьку віддачу, а в умовах високого ризику доходи будуть вищими.

Рівень ризику залежатиме від того, чи пов'язаний бізнес із добре освоєною галуззю діяльності. Залежно від надійності інвестованої справи рівень ризику може бути високим, середнім або низьким.

Визначити рівень ризику можна шляхом порівняння ризикованості вкладів у ту чи іншу справу. Наприклад, менш ризиковано мати справу з відомими фірмами (підприємствами), в яких справи йдуть добре, або відкривати бізнес у добре освоєній галузі із забезпеченим ринком збуту. Шанси повернути інвестиції, вкладені у надійні компанії, значно вищі, ніж вкладені у невідомі фірми. Значно легше прогнозувати доходи від менш ризикованих компаній (бізнесу), і навпаки, зайняття ненадійним бізнесом чи співробітництво з невідомими фірмами є ризикованим, оскільки доходи від них можуть бути

несталими. Таким чином, рівень доходу (ставка дисконту) нижче у надійній справі, а інвестування ризикованої справи вимагає більшої компенсації за ризик.

Фактор часу також значно впливає на рівень ризику. Готівка для інвестора важить більше, ніж гроші у майбутньому. Коли інвестор вкладає свій капітал у певний бізнес, він завжди ризикує або відчуває непевність, що капітал у майбутньому принесе очікуваний прибуток. І чим триваліший термін вкладу, тим більший ризик, тобто ризик є зростаючою функцією часу. Щоб примусити інвестора розлучитися із своїми грошима надовго, потрібно його переконати, що він отримає добру компенсацію. Інвестор повинен одержати винагороду за те, що взяв на себе ризик часу.

Коли гарантовано, що інвестиції не завдадуть збитків і вкладаються на дуже короткий період, їх називають безпечними.

Таким чином, рівень ризику можна поділити на безпечну ставку і премію за ризик, пов'язаний із фактором часу.

Безпечна ставка – це відсоткова ставка, що сплачується за неризикові активи або ті, що мають гарантований дохід. Вона і є критерієм для оцінки ризикованості інших активів.

Премія за ризик – це необхідна норма доходу понад безпечний дохід на капітал.

Як свідчить практичний досвід, премія за ризик на цінні папери з багаторічним терміном погашення завжди вища за премію на ті цінні папери, що випускаються на рік.

Особливість методів аналізу ризику полягає у використанні категорій імовірності та статистичного аналізу. Так здійснюється аналіз ризиків за світовими стандартами.

Ризик можна оцінити, враховуючи мінливість очікуваних доходів. Якщо мінливість висока, важко точно передбачити, якими будуть надходження (доходи, прибуток). Якщо мінливість сподіваних доходів незначна і не дуже змінюється, результати вкладення інвестицій чи інших видів діяльності легше передбачити.

Отже, загальний рівень ризику складається з безпечної ставки і премії за ризик, що визначається як різниця між загальним рівнем ризику і безпечною ставкою.

Залежність ризику від часу (термінів погашення) можна проілюструвати даними таблиці 7.6.

Таблиця 7.6 – Залежність ризику від часового фактору

Вид вкладень	Строки окупності капіталу (термін погашення)	Безпечна ставка, %	Премія за ризик, %	Загальний ризик, %
Цінні папери	3 місяці 1 рік 20 років	5 5 5	0 12 325	5 17 330

Як бачимо, ризик, пов'язаний із короткостроковими вкладеннями, значно менший, ніж із довгостроковими. Масштаб відхилень рівня ризику з надією отримати очікуваний дохід може бути значним. Розмір відхилень від середнього рівня ризику у той чи інший бік залежить від надійності вкладення капіталів.

У літературі найбільш часто виділяють два підходи до визначення ризику проектів, які використовуються послідовно:

1) аналіз чутливості і можливих сценаріїв проекту;

2) оцінка ризиків за допомогою різних статистичних та імовірнісних методів.

Аналіз чутливості проекту

Мета аналізу чутливості полягає у порівнянні впливу окремих факторів інвестиційного проекту на його основний показник, наприклад, внутрішню норму прибутковості. Послідовність проведення аналізу чутливості.

1. Вибір основного показника ефективності інвестицій, наприклад, внутрішня норма прибутковості (IRR) або чиста теперішня вартість (NPV).

2. Вибір факторів (показників), які мають неоднозначний характер, наприклад, капітальні витрати, ціна на товар, обсяг продажу, компоненти собівартості продукції.

3. Встановлення номінальних (за проектом) та граничних (максимальних і мінімальних) значень неоднозначних факторів. Граничних значень може бути декілька, наприклад, + 5 % та + 10 % від номінального значення (усього в цьому прикладі чотири).

4. Розрахунок основного показника для всіх обраних граничних значень неоднозначних факторів.

5. Побудова графіку чутливості для всіх неоднозначних факторів. Цей графік дозволяє зробити висновки про найбільш критичні фактори інвестиційного проекту з метою подальшого контролю за ними у процесі його реалізації. Наприклад, якщо ціна є критичним фактором, у подальшому необхідно звернути увагу на програму маркетингу та якість товару. Якщо проект є чутливим до зміни обсягів виробництва, необхідно більше уваги приділити удосконаленню внутрішнього менеджменту та підвищенню продуктивності праці. Якщо критичним фактором є матеріальні витрати, доцільно приділити увагу відносинам із постачальниками.

Аналіз сценаріїв проекту

Аналіз сценарію – методика аналізу ризику, яка розглядає чутливість реагування очікуваного прибутку до змін у ключових змінних величинах та можливий інтервал їх значень.

Аналіз сценарію розглядає «погані» та «добрі» фінансові обставини, які можливі в очікуваній ситуації. При цьому фінансовий аналітик просить операційних менеджерів підібрати «поганий» набір обставин (низька ціна продажу, низький обсяг продажу, високі змінні витрати на одиницю тощо), середній (або «більш можливий») набір і «добрий» набір обставин.

Щоб оцінити переваги різних напрямів інвестицій і оперувати ними, ці відхилення доцільно звести до одного значення, а потім у його межах

прогнозувати різні рівні прибутку з урахуванням ймовірності їх досягнення. Сума величин ймовірності дорівнює 1. При оцінці ризику проектів нових підприємств чи реконструкції діючих слід враховувати, що ймовірні значення допомагають визначити можливість одержання очікуваних прибутків за тих чи інших умов. Визначити розмір прибутку та ймовірність його одержання можна за допомогою спостережень, набутого досвіду, сфери прикладання капіталів (в освоєну справу, справу, яка лише освоюється, чи нову). Чим більша невпевненість у кінцевому результаті, тим ширше межа відхилень прибутковості від середнього значення. Залежно від складності, точності аналізу та розрахунків прибутку менеджер (економіст) надає величину ймовірності кожному значенню у межах відхилень (табл. 7.7).

Таблиця 7.7 – Розподіл значень ймовірності очікуваних прибутків

Оцінка можливого результату	Запроектований прибуток, млн. грн. Д	Значення ймовірності, P_i	Можливий (очікуваний) прибуток, млн. грн. (Д х P_i)
Проект А			
Песимістична	10,0	0,20	2,0
Стримана	33,3	0,60	20,0
Оптимістична	50,0	0,20	10,0
Разом		1,00	32,0 ($Д_c$)
Проект В			
Песимістична	8,0	0,25	2,0
Стримана	30,0	0,50	15,0
Оптимістична	60,0	0,25	15,0
Разом		1,00	32,0 ($Д_c$)

Аналізуючи очікувані прибутки проектів А і В, слід зазначити, що їх мінливість у проекті А нижча (від 10,0 до 50,0), ніж у проекті В (від 8,0 до 60,0). Межа дисперсії прибутку проекту А – 40,0 (10,0 – 50,0), проекту В – 52,0 (8,0 – 60,0). Ймовірність одержаного результату оцінюється за трьома рівнями: песимістичний, стриманий, оптимістичний. Після перемноження прибутку на значення ймовірності та підсумовування результатів одержують сумарне значення очікуваних прибутків.

В обох випадках воно вийшло однаковим – 32,0. Отже, ризик проекту А нижчий, бо значення відхилення очікуваного прибутку менше. Мірою цих відхилень є середньоквадратичне значення. Воно й визначатиме відносну ризикованість кожного проекту (табл. 7.8).

Отже, розрахунки показують, що вкладення капіталів за проектом А менш ризикові, оскільки відхилення очікуваних прибутків можуть коливатися у межах 12,7 порівняно з проектом В, де межа відхилень 18,5. Якщо ж ці значення різні, важко порівняти абсолютні показники дисперсії, що визначаються за допомогою середньоквадратичного відхилення. У цьому випадку ризикованість того чи іншого проекту визначається коефіцієнтом варіації. Коефіцієнт варіації Kv дорівнює відношенню середньоквадратичного відхилення β до очікуваного середнього значення прибутку

Таблиця 7.8 - Визначення середньоквадратичного відхилення значень очікуваного прибутку

Д	$Д_c$	$Д – Д_c$	$(Д – Д_c)$	P_i	$(Д – Д_c) x P_i$
Проект А					
10,0	32,0	22,0	484,0	0,20	96,8
33,3	32,0	1,3	1,69	0,60	1,01
50,0	32,0	18,0	324,00	0,20	64,80
Разом (дисперсія) 162,61					
8,0	32,0	24,0	576,00	0,25	144,00
30,0	32,0	2,0	4,00	0,50	2,00
60,0	32,0	28,0	784,00	0,25	196,00
Разом (дисперсія) 342,00					

Значення середньоквадратичного відхилення при різних значеннях сумарного середнього відхилення прибутку (проекту) за різними проектами визначається аналогічно до наведеного прикладу.

Ризик нижчий там, де коефіцієнт варіації нижчий. Тобто перевагу має той проект, де коефіцієнт варіації нижчий, а співвідношення ризику і доходу сприятливіше. Проведені розрахунки стверджують нижчу ризикованість проекту А, тому капітальні вкладення доцільніше робити саме в цей проект.

Таким чином, аналіз сценарію забезпечує корисною інформацією щодо ризику проекту. Але цей метод дещо обмежений, бо розглядає тільки декілька окремих результатів, хоча в дійсності існує нескінченне число ймовірностей. Наступний метод визначення ризику проекту вирішує цю проблему.

Метод імітаційного моделювання Монте-Карло

Моделювання Монте-Карло називається так, бо цей тип аналізу виник при математичному дослідження гри в казино, який поєднує чутливість реагування та ймовірність розподілу вхідної змінної величини. Однак таке моделювання потребує сильного комп’ютерного забезпечення, тоді як аналіз

сценарію можливо провести, використовуючи ПК із програмою електронних таблиць або навіть застосовуючи калькулятор.

Головна мета моделювання – наблизити гіпотетичні ситуації до реальних. Оскільки справжні майбутні грошові потоки або ставки дисконту невідомі, грошовим потокам і дисконтним ставкам надаються різні припустимі значення, а потім розглядаються результати. Ці випадки, що базуються на припущенні, називаються імітованими подіями. Імітовані події в оцінці доцільності інвестицій використовуються для дослідження NPV і IRR проектів із різними грошовими потоками.

В аналізі моделювання програма починає навмання вибирати значення для кожної змінної – ціна продажу, його обсяг, змінні витрати на одиницю продукції тощо. Потім ці значення об'єднуються і розраховується NPV проекту та записується у пам'яті комп'ютера. Далі навмання відбирається інший набір вхідних даних і розраховується відповідне значення NPV.

Цей процес може повторюватись тисячі разів, і, врешті-решт, отримано тисяча значень NPV. Кінцевий етап цього методу аналізу полягає в обробці та інтерпретації отриманих результатів. Кожне значення NPV є імовірність настання цієї події і розраховується за формулою:

$$P = 100 : n, \qquad (7.8)$$

де P – імовірність настання події, %;

n – кількість варіантів розрахунків NPV.

Наприклад, якщо кількість варіантів розрахунків NPV дорівнює 5000, то ймовірність одного варіанту становить:

P = 100:5000 = 0,02 %.

В якості міри ризику в інвестиційному проектування доцільно використовувати ймовірність отримання від'ємних значень NPV. Ця ймовірність оцінюється як відношення кількості результатів із від'ємним NPV до загальної кількості отриманих результатів у процентах.

Наприклад, якщо з 5000 варіантів від'ємне значення NPV було отримано 3454 рази, то міра ризику становить: 3454 : 5000 = 69,1 %.

<u>Модель оцінки капітальних активів (МОКА) в оцінці доцільності інвестицій</u>

Модель оцінки капітальних активів (МОКА) використовується у фінансових інвестиціях для визначення необхідної ставки доходу від акцій або портфеля інвестицій. При оцінці доцільності інвестицій цей метод розглядає проект як акції компанії та припускає, що його дохідність пов'язана з дохідністю всіх активів компанії або доходом усієї галузі.

Розрахунок здійснюється за допомогою наступного рівняння:

$$Kp = Rf + (Km – Rf) * \beta p , \qquad (7.9),$$

де Kp – необхідна ставка доходу від проекту, що оцінюється;
Km – дохідність ринкового портфеля;
Rf – безпечна ставка;
βp – бета проекту.

Якщо проект, який вивчається, має той же рівень ризику, що й будь-який типовий проект компанії, можна скористатися β компанії як β проекту.

Приклад. Припустимо, що необхідно визначити NPV проекту, але не відомо, якою ставкою дисконту слід скористатись. Проте відомо, що β компанії дорівнює 1,5, безпечна ставка – 8%, а дохідність ринкового портфеля за індексом ПФТС (позабіржової фондової торгівельної системи) – 12%. Ризикованість проекту не дуже відрізняється від рівня ризику інших проектів компанії.

Розв'язання. Оскільки ризик проектів однаковий, можна сказати, що β (або відповідний ризик проекту) повинен наближатися до β компанії, тобто 1,5. Визначити необхідну ставку доходу (дисконту):

Kp = 0,08 + 1,5 (0,16 – 0,08) = 0,20, або 20 %.

Після того, як визначена ставка дисконту, можна вирахувати NPV проекту.

Для цього потрібно дисконтувати очікувані грошові потоки на ставку 20%, потім відняти від початкових інвестицій значення теперішньої вартості грошових потоків. Якщо значення NPV дорівнюватиме нулю або буде позитивне, можна схвалювати проект уже тому, що рівень 20% необхідної ставки доходу буде витриманий.

А якщо проект нетиповий для інвестицій компанії? Іншими словами, як можна застосувати МОКА для проекту, ризик якого за інші показники відрізняються від середніх або звичайних проектів, які реалізує компанія? У такому випадку необхідно шукати схожі проекти поза фірмою.

Механізми нейтралізації інвестиційних ризиків

Для ефективного управління ризиками інвестиційних проектів застосовуються різноманітні методи. Основні інструменти управління ризиками наведені у таблиці 7.9.

До найбільш розповсюджених методів нейтралізації інвестиційних ризиків належать: *метод диверсифікації, страхування, хеджирування* та *розподілу інвестиційних ризиків*.

Під диверсифікацією розуміється інвестування фінансових ресурсів у більш ніж один вид активів, тобто процес розподілу інвестицій між різними об'єктами вкладення, які між собою безпосередньо не пов'язані.

Одним із найбільш поширених способів запобігання або зменшення ризиків є страхування.

Таблиця 7.9 – Основні інструменти управління проектними ризиками

№ з/п	Категорія інструментів	Види, форми та способи реалізації
1.	Юридичні гарантії	Відповідні статті договорів, угод, контрактів, що визначають розподіл ризиків між сторонами. Реалізація здійснюється на підставі вільного волевиявлення сторін або шляхом звернення до арбітражного суду
2.	Гарантії банку	2.1. Гарантії на користь кредитора: а) необмежені, тобто на весь строк кредитного договору на повну силу платіжних зобов'язань за договором б) обмежені як у часі, так і за обсягом зобов'язань, у тому числі: • гарантія на завершення робіт за проектом (до пуску об'єкта в експлуатацію) • гарантія покриття непередбачених витрат за проектом на інвестиційній фаз; • гарантія покриття додаткових витрат позичальника щодо погашення кредитних зобов'язань на виробничій фазі у разі недостатності грошових потоків за проектом Гарантії на користь кредитора можуть бути: а) умовними (що передбачають гарантований платіж у разі надання гаранту всього комплекту документів, які підтверджують порушення обов'язків позичальником) б) безумовними (платіж здійснюється за першою вимогою кредитора) 2.2. Гарантії на користь замовника проекту: а) гарантія повернення авансу б) тендерна гарантія в) гарантія належного виконання контракту 2.3. Гарантії на користь підрядника/ постачальника як засіб забезпечення платежу в разі надання замовнику проекту комерційного кредиту. Спосіб реалізації і ступінь покриття залежать від типу та умов гарантії (умовна, безумовна, обмежена, необмежена та інші)
3.	Резервні фонди	Резервний фонд окремого учасника проекту для покриття непередбачених витрат за проектом (самострахування). Спільний резервний фонд, що формується всіма учасниками проекту (взаємне страхування)
4.	Застави, депозити на спеціальних рахунках	4.1. Активи проекту (як матеріальні, так і грошові) як застава для покриття кредитних ризиків банку 4.2. Депонування грошей учасником тендеру для покриття ризиків замовника проекту (як альтернатива банківської тендерної гарантії) 4.3. Депонування коштів підрядником для покриття ризиків замовника, пов'язаних із можливою несплатою імпортного мита за ввезення будівельної техніки із-за кордону (як альтернатива банківської гарантії) 4.4. Активи підрядника (будівельна техніка та інше майно) як застава для покриття можливих ризиків замовника за підрядним контрактом

Продовж. табл. 7.9

5.	Непрямі гарантії	5.1. Контракти на реалізацію продукції, що вже випускається (непроектної) у рамках діючого виробництва як забезпечення банківського кредиту для фінансування проекту (розширення, реконструкції, виробництва та інше) 5.2. Довгострокові контракти на постачання виробничих ресурсів для забезпечення об'єкта інвестиційної діяльності (сировина, матеріали, енергоносії)
6.	Утримання частки платежів за контрактом	Використовується для захисту інтересів замовника; за рахунок утримань (звичайно обумовлений процент за кожним платежем) формується фонд для покриття можливих ризиків у зв'язку з реалізацією контракту
7.	Доручення	Застосовується як альтернатива банківської гарантії для забезпечення належного виконання контракту (на постачання, підрядного, консультаційного); звичайно видається компанією, що має такий же напрям діяльності, як і виконавець (постачальник, підрядник, консультант); часто довіреною особою виступає материнська компанія
8.	Контракти з фіксованою ціною	Даний інструмент використовується для контрактів на виконання будівельно-монтажних робіт (як додаткова гарантія банку за ризиками перевищення кошторисних витрат). За контрактами на постачання машин та обладнання ціни звичайно є фіксованими (за винятком довгострокових контрактів, що пов'язані з виготовленням унікальної, технічно складної продукції
9.	Резервні кредити	Даний кредит передбачає відкриття позичальнику кредитної лінії протягом обумовленого періоду на фіксовану суму; призначений для покриття можливих витрат за проектом. Процентні ставки за резервним кредитом звичайно вище за ставки основного кредиту. Сума резервного кредиту знаходиться в межах 10 – 25 % щодо суми основного кредиту
10.	Вексельні інструменти	Вексель як зобов'язання позичальника (замовника проекту) повернути заборгованість за комерційним кредитом має деякі переваги порівняно з банківськими гарантіями, бо його використання детально регламентоване нормами міжнародного права. Для додаткового захисту інтересів кредитора вексель може бути авальованим: банк дає гарантію сплати за векселем у вигляді напису (авалю) на векселі
11.	Форфейтинг	Банківська операція, яка пов'язана з використанням вексельних інструментів. Полягає в тому, що банк купує векселі (та інші боргові зобов'язання) позичальника кредиту. Мета форфейтингу полягає у захисті постачальника (підрядника) від ризику неплатоспроможності позичальника, використовується у наступних випадках: а) постачанні машин, обладнання та проведенні підрядних робіт на великі суми б) довгострокових (5-7 років) комерційних кредитах (звичайний строк врахування векселів – 90-180 днів)

Продовж. табл. 7.9

12.	Резервні акредитиви	Використовуються як інструмент захисту інтересів постачальника (підрядника), що надає комерційний кредит замовнику; банк замовника відкриває на користь кредитора акредитив, за умовами якого банк здійснює платіж у разі невиконання боргових зобов'язань замовником
14.	Умови платежів за контрактом	14.1. Умови (перш за все графік) платежів за контрактом постачання товару (виконання підрядних робіт) захищають інтереси як замовника, так і постачальника (підрядника). Схема платежів може виглядати (як варіант) наступним чином: а) 5-10 % суми контракту – аванс після підписання контракту (забезпечення перед постачальником (підрядником) зобов'язань замовника) б) 5-10 % – мобілізаційний аванс (після прибуття робітників, будівельного обладнання та матеріалів) в) 10-15 % – оплата з безвідзивного акредитиву рахунків постачальника (підрядника) при наданні документів, що підтверджують факт постачання г) сума контракту, що залишилася, сплачується на умовах комерційного кредиту з різними графіками погашення; після надання підтверджуючих документів замовник виписує постачальнику (підряднику) векселі (прості) або підписує тратти (перевідні векселі). Як правило, на останні 5-10 % суми контракту видаються векселі (тратти) після завершення строку гарантійної експлуатації об'єкта. 14.2. У деяких випадках для захисту інтересів замовника (ризик неналежного виконання робіт) із кожного платежу здійснюються відрахування до спеціального фонду для покриття можливих збитків та витрат, що виникають у замовника в гарантійний період. Ефективна реалізація даного інструмента (умови платежів за контрактом) можлива при додатковому використанні інших інструментів: юридичних гарантій, гарантій авансованого платежу, безвідзивних (і бажано підтверджених) документарних акредитивів та інших
15.	Банківські рахунки з особливим режимом	Рахунки для депонування учасниками проекту грошових коштів у якості забезпечення зобов'язань перед іншими учасниками проекту. Як правило, такі рахунки відкриваються та управляються відповідно до трастового договору (наприклад, банківські рахунки, на яких депонуються кошти учасників тендеру, призначені для застави). Іноді використовуються так звані рахунки «ескроу» (escrow accounts), їх звичайно відкривають у банках за межами країни, в якій реалізується проект. Ці офшорні рахунки слугують для зниження таких ризиків, як заборона або обмеження з боку держави на переказ виручки від реалізації проекту за кордон. Рахунки «ескроу» поповнюються за рахунок реалізації експортної продукції, відкриваються позичальником на користь банка-кредитора, звичайно з цих рахунків здійснюється погашення суми боргу та процентів

Продовж. табл. 7.9

16.	Обов'язки засновників (спонсорів) проекту по додатковим внескам в капітал проектної компанії	Це зобов'язання надається кредитору проекту для зниження ризику перевищення витрат за проектом. Використовується як додатковий або альтернативний інструмент фінансування непередбачених інвестиційних витрат. Альтернативою зобов'язанням здійснювати додаткові внески в капітал проектної компанії можуть бути зобов'язання засновників надавати так звані «субординовані» кредити (погашення заборгованості за «субординованим» кредитом здійснюється тільки після виконання позичальником своїх платіжних зобов'язань за початковим банківським кредитом
17.	Страхування	17.1. Страхування експортних кредитів. Звичайно застосовується для: а) страхування економічних та комерційних ризиків б) страхування політичних ризиків Більш розповсюджене страхування кредитів від політичних ризиків. Здійснюється державними або напівдержавними страховими компаніями 17.2. Страхування внесків у капітал проекту та різні види проектних активів. Звичайно застосовується у формі страхування іноземних інвестицій від політичних ризиків (конфіскації, націоналізації тощо). Здійснюється державними або напівдержавними страховими компаніями, а також багатостороннім агентством щодо гарантій інвестицій, що входить до групи Світового банку 17.3. Страхування вантажів при постачанні машин, обладнання та інших інвестиційних товарів. Умови страхування залежать від умов постачання Incoterms 17.4. Страхування будівельних ризиків: • будівельних робіт • будівельних матеріалів • виконання будівельних та монтажних робіт 17.5. Страхування від різних комерційних, технічних та інших ризиків на виробничій фазі проектного циклу 17.6. Інші види страхування, пов'язані з експлуатацією об'єкта інвестування
18.	Розподіл ризиків між учасниками проекту	Розподіл ризиків відбувається між учасниками проекту на підставі підписання різних угод, контрактів, договорів. Розподіл ризиків може здійснюватися також за рахунок створення банківських синдикатів або підрядно-будівельних консорціумів
19.	Аналіз ризиків проекту на передінвестиційній фазі	19.1. Ідентифікація ризиків на етапі розробки концепції та обґрунтування проекту 19.2. Кількісна та якісна оцінка ризиків проекту в процесі обґрунтування проекту 19.3. Підготовка програми управління ризиками на інвестиційній та виробничий фазі проекту

Продовж. табл. 7.9

20.	Хеджирування ризиків	Техніка страхування від фінансових та комерційних ризиків, яка може застосовуватись різними учасниками проекту (кредитором – для захисту від процентного ризику; проектною компанією – для захисту від зниження цін на продукт). Хеджирування – це укладання протилежних ф'ючерсних угод за різними видами контрактів. Механізм хеджирування полягає в тому, що якщо підприємство зазнає збитків як продавець, воно отримує прибутки в такому ж розмірі, як покупець ф'ючерсних контрактів. Ф'ючерсний контракт – стандартний документ, який засвідчує зобов'язання придбати (продати) цінні папери, товари або кошти у визначений час та на визначених умовах у майбутньому, з фіксацією цін на момент виконання зобов'язань сторонами контракту. Існує три види біржових угод із використанням ф'ючерсних контрактів: 1. купівля-продаж реальних активів або цінних паперів з постачанням в майбутньому періоді 2. купівля-продаж ф'ючерсних контрактів на визначену кількість активів або цінних паперів ліквідація позиції за ф'ючерсними контрактами під час постачання активу
21.	Диверсифікація	Застосовується банками-кредиторами та інвесторами, що фінансують та реалізують одночасно портфель інвестиційних проектів, для зниження галузевих та регіональних ризиків

Страхування ризиків – це передача певних ризиків страховій компанії. При аналізі важливо виділити групу ризиків, які можуть бути застраховані. Коли відбувається певна ризикова подія, інвестор має підстави сподіватися на відшкодування втрат, пов'язаних із цим ризиком.

До ризиків, які підлягають страхування, належать:

– прямі майнові збитки, пов'язані з перевезеннями, роботою обладнання, поставкою матеріалів;
– непрямі збитки, спричинені демонтажем і переміщенням пошкодженого майна, повторним встановленням обладнання, неодержанням орендної плати;
– ризики, що підлягають обов'язковому страхуванню (від нещасних випадків на виробництві, захворювань, пошкодження майна, викрадення транспортних засобів).

Вищенаведені види ризиків зустрічаються в будь-якому проекті.

У широкому значенні страхування інвестицій розглядається як страхування тих об'єктів, обладнання, інженерних мереж, які були збудовані, змонтовані або впроваджені внаслідок реалізації інвестиційного проекту. *Процеси страхування інвестицій та управління інвестиційними ризиками* спрямовані на своєчасне завершення робіт підрядником при затратах, що знаходяться в межах визначеної замовником суми. Але досягти цього досить важко, що змушує останнього шукати страхового захисту від реально

існуючого ризику незавершення підрядником будівельно-монтажних робіт у повному обсязі та у визначений термін або, можливо, перевищення ним витрат, спрямованих на реалізацію обумовлених договором робіт.

Страхування ризиків капіталовкладень є угодою, за якою інвестор купує страховий поліс страховика, який не бере участі в даному інвестиційному проекті. Страхування поширюється тільки на інвестиційний процес і не охоплює об'єктів, створених у результаті інвестицій. До таких видів страхування належать:

– страхування будівництва;
– страхування на випадок зриву поставок будівельних матеріалів під час будівництва;
– страхування кредитів, що йдуть на забезпечення інвестицій тощо.
– Ринкові відносини розширили сферу страхування фінансового ризику підприємств і включають, поряд із страхуванням, одержання прибутку, страхування рівня цін, стабільності надходжень сировини від постачальників тощо.

Поряд із добровільним, існує обов'язкове страхування майна і медичне страхування, що передбачається кошторисом витрат підприємства. Але існують такі види ризику, які не можуть охоплюватися страховими компаніями. Це ризики, пов'язані з нестабільністю внутрішньополітичного життя країни, до якої спрямовуються інвестиції. До них належать можливі втрати, пов'язані з конфіскацією, громадянською війною, зміною політичного курсу уряду, зміною суспільно-політичного устрою тощо.

Страхування подібних ризиків передбачає створення державних гарантійних фондів, які повинні забезпечити певні гарантії інвестицій приватних осіб в економіку тієї чи іншої країни.

У бізнес-плані зазначаються заходи щодо видів ризику, які не підлягають страхуванню – через неправильний вибір проекту, коливання кон'юнктури ринку, зміну цін і попиту, соціальну нестабільність. З цією метою на підприємстві може створюватись фонд комерційного ризику, величина якого коливається від 5 до 15 % прибутку. Далі переглядається рентабельність справи з урахуванням заходів, що плануються.

Хеджирування – це процес страхування ризику від можливих збитків шляхом переносу ризику зміни ціни з однієї особи на іншу. Хеджирування здійснюється через укладення контракту, який призначений для страхування ризиків зміни ціни – хеджа між стороною, що страхує ризик (хеджером), та стороною, що бере ризик на себе (спекулянтом). Предметом контракту можуть бути різні активи – товари, валюта, акції, облігації тощо.

Хеджирування може здійснюватися на підвищення або зниження цін. Хеджер прагне знизити ризик, спричинений невизначеністю цін на ринку, продаючи форвардні, ф'ючерсні чи опціонні контракти. Це дозволяє спрогнозувати доходи чи витрати, хоча ризик не зникає. Його бере на себе спекулянт, який іде на одержання прибутку, граючи на різниці цін.

У сучасній практиці широке розповсюдження отримав ***механізм розподілу ризиків***.

Розподіл інвестиційних ризиків – це частковий трансферт партнерам фінансових ризиків за окремими операціями. На практиці застосовуються наступні напрями розподілу ризиків:

1) *розподіл ризиків між учасниками інвестиційного проекту*. Підприємство може передати підрядникам ризики, пов'язані з невиконанням календарного плану будівельно-монтажних робіт, їх низькою якістю тощо;

2) *розподіл ризику між підприємством і постачальниками сировини та матеріалів.* Його предметом є фінансові ризики, які пов'язані із втратою (псуванням) майна (активів) у процесі їх транспортування і здійснення вантажно-розвантажувальних робіт. Форми такого розподілу ризиків регулюються відповідними міжнародними правилами «ІНКОТЕРМС–90»;

3) *розподіл ризику між учасниками лізингової операції*. Наприклад, при операційному лізингу підприємство передає орендодавцю ризик морального старіння використаного активу, ризик втрати ним технічної продуктивності (за умов дотримання встановлених правил експлуатації), а також інші ризики, що обговорюються в контракті.

Питання для перевірки знань

1. Яким чином здійснюється оцінка ефективності інвестиційного проекту? Які її основні принципи?
2. Які існують основні методологічні підходи до оцінки ефективності інвестиційних проектів? Які показники вважають основними та використовують для оцінки ефективності проектів?
3. Що розуміють під ризиком інвестиційного проекту? Які його основні особливості?
4. Як класифікують проекті ризики? Назвіть основні види ризиків.
5. За якими етапами здійснюють оцінку інвестиційних ризиків?
6. Які методи та підходи існують для оцінки ризику?
7. Дайте характеристику різним зонам ризику.

Рекомендована література для вивчення теми: [1, 7, 8, 12-13, 19, 20, 25, 26б 30, 36, 37].

ТЕМА 8. ФОРМУВАННЯ ПРОГРАМИ РЕАЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙ

8.1. Поняття програми реальних інвестицій, принципи її формування. Основні етапи формування програми реальних інвестицій.

8.2. Поняття спряженого планування інвестиційних потреб і фінансових можливостей підприємства. Оптимізація програми реальних інвестицій, етапи здійснення та методичні підходи до її формування. Календарний план і бюджет.

8.3. Управління формуванням і реструктуризацією програми реальних інвестицій. Обмеження та основні проблеми, що виникають при управлінні програмами інвестиційних проектів. Особливості управління програмами реальних інвестицій стратегічного плану.

8.1. Поняття програми реальних інвестицій, принципи її формування. Основні етапи формування програми реальних інвестицій

На основі всебічної оцінки кожного з розглянутих реальних інвестиційних проектів здійснюється їхній остаточний відбір. У формовану інвестиційну програму. Процес формування програми реальних інвестицій ґрунтується на наступних принципах:

1. Багатокритеріальність відбору проектів інвестиційну програму.
2. Диференціація критеріїв відбору по видах інвестиційних проектів (ІП).
3. Облік об'єктивних обмежень інвестиційної діяльності підприємства.
4. Забезпечення зв'язку інвестиційної програми з виробничою й фінансовою програмою підприємства
5. Забезпечення збалансованості інвестиційної програми по найважливіших параметрах (рис. 8.1).

Рис. 8.1. Принципи формування інвестиційної програми

Перший принцип ураховує цілі, завдання інвестиційної стратегії й діяльності підприємства. Проводиться ранжирування цілей по їхні значимості, виділення головного цільового показника як основний критерій відбору інвестиційних проектів.

Другий принцип з у розрізі конкретних форм реального інвестування по незалежних взаємозалежних інвестиційних проектах.

Третій принцип передбачає напрямки й форми інвестиційної діяльності, потенціал формування власних інвестиційних ресурсів. Розглядає можливості залучення позикового капталу до фінансування проектів.

Четвертий показує, що інвестиційна діяльність підприємства здійснюється в нерозривному зв'язку з операційною й фінансовою діяльністю підприємства, забезпечує формування грошових потоків, синхронізує основні параметри виробничих, фінансових програм розвитку підприємства.

П'ятий. Ефективне співвідношення таких найважливіших периметрів, як рівень прибутковості, ризику й ліквідності (шкала прибутковість-ризик, прибутковість-ліквідність) з урахуванням резервів зниження рівня ризику й підвищення рівня ліквідності при заданому рівні прибутковості

Основними етапами формування програми підприємства є:

1. Вибір головного критерію відбору. Проектів в інвестиційну програму (ІПР) (критерій відбору проектів повинен бути пов'язаний з показником ефективності, що відбиває темп або обсяг приросту капіталу, Чистий наведений доход).

2. Диференціація кількісних значень головного критерію відбору по видах ІП для обґрунтування скринінгових інвестиційних рішень (Значення критерію диференціюється по формах здійснення реальних інвестицій а також по характері самих проектів, то їсть по незалежним, взаємозалежним взаємовиключним).

3. Побудова системи обмеження відбору проектів в ІПР по обраному головному критерії (Включає основні (дефективність проекту, рівень загального ризику проекту, період або мінімальний коефіцієнт ліквідності инвеб мтиций), допоміжні (рівень готовності ІП до реалізації, період здійснення інвестиційної стадії проекту, рівень реалізуємо ості проекту, інноваційний рівень проекту, можливість диверсифікованості ризику ризик, синхронність формування грошових потоків, можливість відстрочки реалізації ІП) нормативні показники).

4. Ранжирування розглянутих ІП за головним критерієм і системі обмежень (складається з етапів: ранжирування за головним критерієм, вибір реальних інвестицій підприємства, інтегрування окремих значень у єдиний ранговий показник по системі обмежень, уточнення з обліком інтегрального рангового значення по системі обмежень).

5. Формування інвестиційної програми в умовах обмежень, параметрів операційної діяльності (розробка моделі оптимізації ІП підприємства: розглядаються незалежні ІП, визначається необхідний приріст виробництва у відповідності зі стратегічними цілями розвитку підприємства, виробляється

ранжирування по обсязі виробництва продукції на одиницю інвестиційного капіталу).

6. Формування інвестиційної програми умовах обмежень середньозваженої вартості інвестиційних ресурсів (у випадку використання позикового капталу, використаються показники граничної вартості інвестиційних ресурсів і внутрішньої ставки прибутковості).

7. Формування ІП в умовах обмежень загального обсягу інвестиційних ресурсів (за умовами обмеження інвестиційних ресурсів інвестиційна програма може бути реалізована за рахунок проектів, які перевищують ВСД, рис. 8.2).

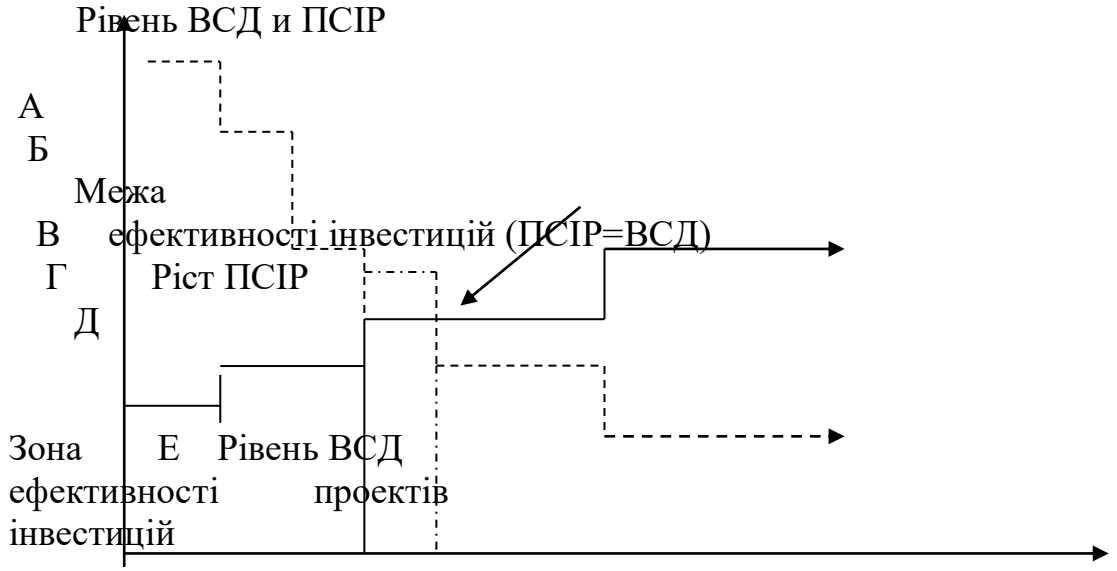

Рис. 8.2. Графічна модель формування ІПР підприємства в умовах обмежень загального обсягу інвестиційних ресурсів

8. Оцінка сформованої ІП за рівнем прибутковості, ризику й ліквідності (визначається сукупна оцінка всієї інвестиційної програми. Рівень прибутковості на основі загального показника ЧПД або чистого інвестиційного прибутку по всім включеним у неї інвестиційним проектам. Рівень ризику на основі розрахунку коефіцієнта варіації чистого грошового чи потоку чистого інвестиційного прибутку. Рівень ліквідності визначається на основі середньозваженого коефіцієнта ліквідності інвестицій по окремих проектах.)

Остаточне формування ІП здійснюється на основі всіх трьох параметрів.

8.2. Планування інвестиційних потреб і фінансових можливостей підприємства. Оптимізація програми реальних інвестицій, етапи здійснення та методичні підходи до її формування. Календарний план і бюджет. Нейтралізація проектних ризиків

Управління реалізацією реальних інвестиційних проектів спрямовано на їхнє здійснення в передбачений термін з метою забезпечення своєчасного повернення вкладених коштів у вигляді чистого грошового потоку (насамперед – одержання передбаченого інвестиційного прибутку). Це керування здійснюється в розрізі кожного реального проекту, включеного в інвестиційну програму підприємства. По кожному наміченому до реалізації інвестиційному проекту звичайно призначається його керівник, що організує підготовку всіх необхідних планових документів і забезпечує реалізацію основних показників планів його здійснення. По великих інвестиційних проектах, виконуваним підрядним способом (із залученням підрядника й субпідрядників), керівник проекту повинен розподілити функції керування в розрізі окремих учасників проекту.

Успішна реалізація кожного інвестиційного проекту, включеного в програму реальних інвестицій підприємства, багато в чому залежить від своєчасної і якісної розробки плану його здійснення. Такий плановий документ у практиці інвестиційного менеджменту зветься "календарний план реалізації інвестиційного проекту".

Календарний план реалізації інвестиційного проекту являє собою одну з форм оперативного плану інвестиційної діяльності підприємства, що відбиває обсяги, строки й виконавців окремих видів робіт, пов'язаних з його здійсненням.

Розробка календарного плану реалізації інвестиційних проектів базується на певних принципах і здійснюється в певній послідовності. Основними із цих принципів є (рис. 8.3):

1. *Принцип тимчасової диференціації календарного плану.* Реалізація цього принципу передбачає різний ступінь деталізації календарного плану здійснення інвестиційного проекту в часі й за формами його розробки (річний графік, квартальний план робіт, місячний план робіт, декадне завдання).

Річний графік реалізації інвестиційного проекту є первісним й основним документом, що відбиває результати оперативного планування. За проектами, реалізованими протягом декількох років, він охоплює тільки той обсяг робіт, що передбачається виконати в рамках планованого календарного року. По проектах, реалізованих у рамках одного року, він характеризує послідовність виконання проекту в цілому. При розробці річного графіка реалізації інвестиційного проекту використовують два основних методи – метод мережного планування й метод критичного шляху (обоє ці методу добре відомі фахівцям, широко освітлені в спеціальній літературі м тому не розглядаються в даній роботі). *Мережний метод планування* виконання робіт (графік у вигляді мережі) більше наочний, однак по ньому важко оцінити вузькі місця фактичні обсяги виконаних робіт, можливі причини затримки реалізації окремих видів

робіт і т.п. *Метод критичного шляху* в порівнянні з мережним методом має ряд переваг – він забезпечує взаємозв'язок і послідовність виконання робіт; враховує обмеження й перешкоди; визначає вузькі місця; дає можливість застосовувати методи оптимізації; надає можливість оцінити варіанти "що, якщо ..."; будує модель графіка інвестиційного процесу за відхиленнями і збурюванням. Основним недоліком цього методу є його висока трудомісткість.

Рис. 8.3. Принципи розробки календарного плану

Квартальний і місячний плани робіт з реалізації проекту охоплюють конкретні їхні обсяги в рамках зазначених тимчасових інтервалів. Основою їхньої розробки є річний графік реалізації інвестиційного проекту з відповідною наступною деталізацією. Квартальний план робіт представляється й затверджується одночасно з наданням річного графіка. Місячний план робіт складається тільки на майбутній квартал.

Декадне завдання є формою наступної деталізації місячного плану виконання робіт, що забезпечують реалізацію проекту. У вітчизняній практиці ця форма диференціації календарного плану використається рідко. Однак багато закордонних підрядників, приваблювані для реалізації великих інвестиційних проектів, широко застосовують таку форму календарного планування.

2. *Принцип функціональної диференціації календарного плану*. Реалізація цього принципу передбачає необхідність здійснення диференційованого планування окремих видів робіт з різних функціональних блоків, склад яких залежить від стадії реалізації й розміру інвестиційного проекту. По великих інвестиційних проектах календарний план їхньої реалізації диференціюється звичайно по шести функціональних блоках (рис. 8.4). Підготовка проекту до реалізації включає насамперед план заходів щодо вибору підрядника (субпідрядників) і висновку контракту (мова йде про найпоширенішу практику реалізації інвестиційного проекту – на підрядній основі). До складу цього функціонального блоку входять звичайно наступні види робіт: планування підготовки контракту; вибір претендентів; підготовка й розсилання запитів; одержання й огляд пропозицій; висновок контракту.

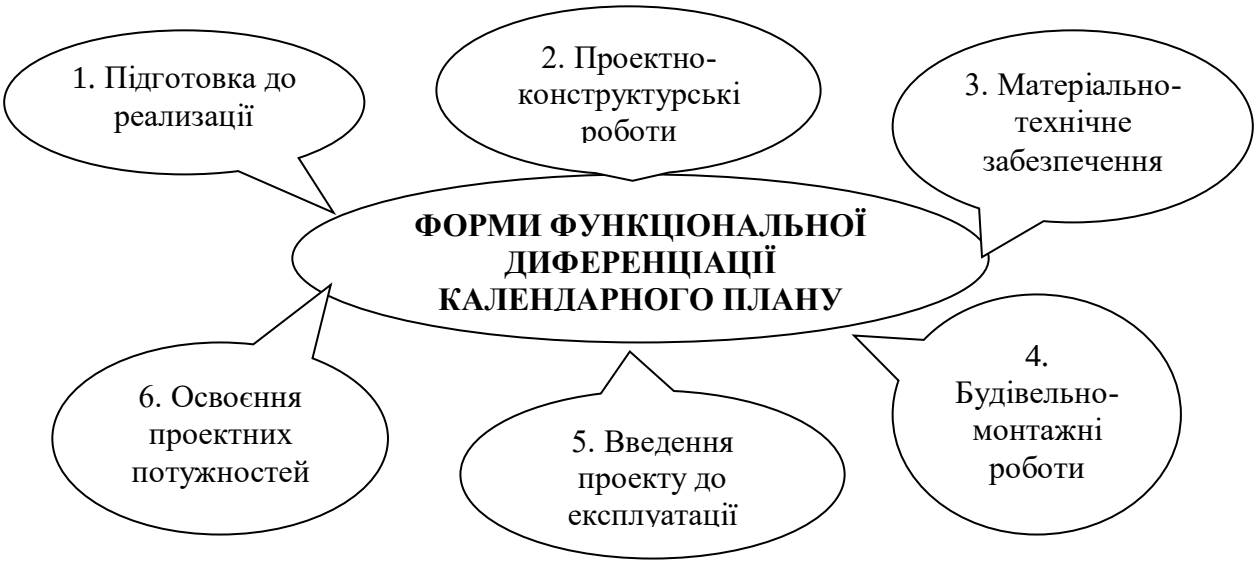

Рис. 8.4. Основні форми функціональної диференціації календарного плану

Планування підготовки контракту включає: відбір й аналіз інформативних даних, пов'язаних з реалізованим інвестиційним проектом, які роблять (або потенційно можуть зробити) вплив на висновок контракту й реалізацію проекту; створення варіантів потенційних контрактних стратегій за проектом, включаючи визначення кількісних й якісних переваг і недоліків кожної з них; визначення контрактної стратегії, що щонайкраще дозволяє реалізувати цілі, поставлені при розробці інвестиційного проекту. Основним змістом плану підготовки контракту є: а) призначення плану; б) найважливіші передумови для створення проекту контракту; в) формування принципів висновку контракту; г) стратегія, що рекомендується при підписанні контракту; д) аналіз альтернатив; е) графік виконання контрактних робіт; ж) процедури висновку контракту; з) потенційні партнери (контрактори); і) необхідні рішення й твердження. Плануючи цей етап робіт, варто передбачати можливі зміни стратегії під впливом зовнішніх обставин (наприклад, коли навіть запропонована висока ціна контракту не зацікавить потенційних партнерів і не принесе достатньої кількості пропозицій).

Вибір претендентів починається звичайно зі складання повного переліку потенційних партнерів, які здатні реалізувати інвестиційний проект (так званий "довгий список"). Кожному з них у порядку попередньої пропозиції направляється інформація зі описом характеру й виробничої потужності інвестиційного проекту, тимчасових рамок його реалізації, проміжних Етапів робіт й інших значимих умов. Інформація, одержувана від потенційних партнерів, повинна включати : інформацію о заінтересованості партнера у пропозиції, дані про технологію, парке машин та механізмів, технічному персоналі, досвід про реалізацію аналогічних проектів тощо.

На основі відповідей партнерів проводиться їх рейтингова оцінка та обираються претенденти, з якими повторно проводяться переговори та готується запит на подання пропозиції. За результатами огляду комерційних та

технічних сторін пропозицій остаточно приймається рішення щодо вибору партнера.

Підписання угоди є заключним етапом першого функціонального блока робіт. Контракт складається на основі компромісу вимог запиту та пропозиції.

Проектно-конструкторські роботи при розробці календарного плану розглядаються за тими інвестиційними проектами, за якими вони не були проведені або завершені при їх включенні до інвестиційної програми Календарний план за цими роботами визначає склад і термін підготовки комплектів робочих креслень і специфікацій, що сформовані за окремими частками інвестиційного проекту, а також за аналізом та затвердженням замовника.

Матеріально-технічне забезпечення. Розробляється список матеріалів і обладнання зі терміном їх постачання. У процесі розробки цього блока розглядають список потенційних постачальників, готують цінові пропозиції, проводяться торги з постачальниками та закупляється обладнання і проводиться його доставка до місця призначення. При розробці цього блоку враховують інші функціональні блоки, особливо здійснення будівельно-монтажних робіт.

Будівельно-монтажні роботи. Ретельно розглядаються при календарному плануванні. Блок включає: терміни початку та закінчення кожного виду та етапу робіт, динаміку використання техніки та робочої сили, динаміку використання матеріалів, роботи по контролю та випробуванню усіх систем інвестиційного проекту.

Введення до експлуатації. Етап визначає: підготовку персоналу для початку експлуатації об’єкту, закупівлю та доставку необхідної сировини та матеріалів, планування налагоджувальних технологічних процесів та інші необхідні заходи. Цей блок закінчує стадію прямого інвестування та переводить проект до фази його експлуатації.

Освоєння проектних потужностей. Закінчує функціональне календарне планування реалізації інвестиційного проекту. Цей блок забезпечує вихід проекту на проектну потужність.

3. *Принцип формування резервного плану*. Цей принцип реалізується у процесі планування шляхом визначення гранично допустимого розміру порушення терміну окремих його робіт і розподілі його резерву між учасниками проекту. Резерв звичайно складає 10-12% усього обсягу часу календарного плану. Порядок розподілу цього часу вказаний у контракті. Якщо відсутня подібна інформація у контракті, то резерв часу може бути використаний тією стороною, яка заявить про цю потребу.

4. *Принцип розподіл відповідальності за виконану роботу.* Відповідальність за цим принципом лежить на підрядниках та субпідрядниках за контрактом. Інвестиційні ризики (з відповідними формами відшкодування негативних подій) за окремі заходи також відносять до міри відповідальності тих сторін, які вказані у контракті

Розроблений з урахуванням цих принципів і узгоджений зі сторонами календарний план (у табличній або графічній формі) розглядається та затверджується керівництвом відповідного центру інвестицій.

Ефективність реалізації інвестиційного проекту визначається обґрунтованим планом фінансування окремих робіт з його практичного здійснення. Плановий фінансовий документ, розроблювальний у цих цілях, зветься «капітальний бюджет» реалізації інвестиційного проекту (або просто "капітальний бюджет проекту").

Капітальний бюджет реалізації інвестиційного проекту являє собою одну з форм оперативного плану інвестиційної діяльності підприємства, що відбиває обсяги, строки й джерела фінансування окремих видів робіт, пов'язаних з його здійсненням.

Розробка капітального бюджету інвестиційного проекту спрямована на рішення двох основних завдань:

1. Визначення обсягу й структури витрат по реалізації інвестиційного проекту в розрізі окремих етапів календарного плану.

2. Забезпечення необхідного для покриття цих витрат потоку інвестиційних ресурсів у рамках загального обсягу засобів, що визначені для фінансування реалізації інвестиційного проекту.

Вихідними передумовами для розробки бюджету реалізації інвестиційного проекту є:

а) календарний план реалізації інвестиційного проекту;

б) кошторис витрат на виконання окремих видів робіт і придбання сировини, матеріалів, механізмів й устаткування, що розроблені в розрізі окремих функціональних блоків календарного плану;

в) загальна стратегія й схема фінансування інвестиційного проекту;

г) попередній графік інвестиційного потоку, складений на етапі розробки бізнес-плану проекту;

д) фінансовий стан інвестора в поточному періоді.

Капітальний бюджет реалізації інвестиційного проекту з складається із двох розділів: 1) капітальні витрати; 2) надходження засобів (інвестиційних ресурсів).

Капітальні витрати являють собою витрати на придбання довгострокових активів, що функціонують протягом довгострокового періоду з поступовою амортизацією вартості. До капітальних витрат відносять звичайно первісну вартість готових до експлуатації будинків і споруджень (або поетапні витрати по їх будівництву); вартість нових видів машин і механізмів; устаткування й інвентар (крім малоцінного й швидкозношуваного); вартість нематеріальних активів (патентів, ліцензій, "ноу-хау" та ін.), що підлягають поступовому списанню тощо.

Метою планування капітальних витрат є забезпечення реалізації інвестиційного проекту за обсягами, які передбачаються будівництвом, рівнем технології й технічного оснащення при запобігання зайвого обсягу цих витрат.

Процес розробки розділу "капітальні витрати" бюджету зводиться звичайно до чотирьох процедур:

1) вичленовування із загального обсягу інвестиційних витрат, визначених бізнес-планом, тієї їхньої частки, яка відноситься до поточного періоду, який розглядається (якщо тривалість реалізації інвестиційного проекту перевищує один рік);

2) уточнення обсягу інвестиційних витрат поточного періоду з урахуванням коректив, внесених підрядником у технологію робіт;

3) уточнення обсягу й структури інвестиційних витрат у зв'язку зі зміною індексу цін після затвердження показників бізнес-плану проекту;

4) уточнення первісного обсягу інвестиційних витрат з урахуванням резерву фінансових засобів, передбаченого в контракті з підрядником на покриття непередбачених витрат (у порядку внутрішнього страхування інвестиційних ризиків). Обсяг цього резерву при розробці капітального бюджету повинен визначатися з обліком тільки тих категорій витрат, які ввійшли в первісну оцінку інвестиційних ризиків.

Надходження засобів при розробці капітального бюджету включає планований потік інвестиційних ресурсів у розрізі окремих джерел: власних засобів інвестора (прибутку, амортизаційних відрахувань, доходу від реалізації майна, що вибуває, та ін.), позичаємого пайового або акціонерного капіталу, кредитів банку, лізингу, селенгу тощо.

Процес розробки розділу "надходження засобів" бюджету передбачає звичайно наступні процедури:

1) уточнення загального обсягу надходження засобів – цей показник повинен кореспондуватися зі показником загального обсягу інвестиційних витрат за першим розділом бюджету;

2) уточнення структури джерел надходження засобів (якщо змінюється показник загального їхнього обсягу);

3) забезпечення стикування обсягу надходження засобів за окремими періодами формування прибуткової частини бюджету з обсягом інвестиційних витрат, передбачених в окремих періодах у відповідності зі календарним планом здійснення робіт.

Бюджет і календарний план розробляють у межах наступного року за кварталами. У межах першого кварталу деталізують за місяцями..

При розробці капітального бюджету може бути використаний метод «гнучкого» його складання, що передбачає встановлення капітальних витрат не у фіксованих сумах, а у виді нормативу витрат, які відносяться до відповідних показників інвестиційної діяльності. Як наслідок, передбачає необхідність резерву інвестиційних ресурсів на випадок підвищення рівня інвестиційних витрат.

Нейтралізація проектних ризиків.

У системі заходів щодо забезпечення реалізації інвестиційних проектів важливе місце належить нейтралізації проектних ризиків. Розробка заходів щодо нейтралізації проектних ризиків охоплює наступні основні етапи:

Етап 1. *Дослідження факторів, що впливають на рівень проектних ризиків підприємства*. Таке дослідження має на меті виявити рівень керованості окремими видами проектних ризиків, а також визначити шляхи можливої

нейтралізації їх негативних наслідків. У процесі дослідження фактори, що впливають на рівень проектних ризиків, підрозділяються на об'єктивні (фактори зовнішнього характеру) і суб'єктивні (фактори внутрішнього характеру). Система основних факторів, що впливають на рівень проектних ризиків підприємства, наведена на рис. 8.5.

Рис. 8.5. Система основних факторів, що впливають на рівень проектних ризиків підприємства

У процесі дослідження визначається чутливість реагування рівня фінансового ризику на зміну окремих факторів.

Етап 2. *Встановлення гранично припустимого рівня ризиків по окремих операціях, пов'язаних з реалізацією інвестиційного проекту.* Такий рівень установлюється в розрізі окремих видів операцій з урахуванням відповідного менталітету керівників інвестиційних менеджерів підприємства (їхньої прихильності до здійснення консервативної, помірної або агресивної інвестиційної політики).

При здійсненні помірної інвестиційної політики граничними значеннями рівня ризиків окремих операцій за оцінкою спеціалістів є:

– операції із припустимим розміром втрат – 0,1;

– операції із критичним розміром втрат – 0,01;

– операції з катастрофічним розміром втрат – 0,001.

Це означає, що намічувана операція з ризиками, які не страхуються, повинна бути відхилена, якщо в одному випадку з 10 може бути втрачена уся розрахункова сума прибутку; в одному випадку з 100 – загублена сума розрахункового валового доходу; в одному випадку з 1000 – втрачений весь інвестований у проект власний капітал у результаті банкрутства.

Етап 3. *Визначення напрямків нейтралізації негативних наслідків окремих видів проектних ризиків.* У системі інвестиційного менеджменту використовують у цих цілях два принципових напрямки – вибір внутрішніх механізмів їхньої нейтралізації або зовнішнє страхування. Основна роль у нейтралізації проектних ризиків належить системі заходів, що включають у перший напрям.

Етап 4. *Вибір і використання внутрішніх механізмів нейтралізації негативних наслідків окремих видів проектних ризиків*. Ці механізми обираються й здійснюються по кожному інвестиційному проекту у межах підприємства.

Основним об'єктом використання внутрішніх механізмів нейтралізації є, як правило, усі види припустимих проектних ризиків, значна частина ризиків критичної групи, а також катастрофічні ризики, які не страхуються, якщо вони приймаються підприємством у силу об'єктивної необхідності, У сучасних умовах внутрішні механізми нейтралізації охоплюють переважну частину проектних ризиків підприємства.

Перевагою використання внутрішніх механізмів нейтралізації проектних ризиків є високий ступінь альтернативності прийнятих управлінських рішень, що не залежать, як правило, від інших суб'єктів господарювання. Вони виходять із конкретних умов здійснення інвестиційної діяльності підприємства і його фінансових можливостей, дозволяють найбільшою мірою врахувати вплив внутрішніх факторів на рівень проектних ризиків у процесі нейтралізації їхніх негативних наслідків.

Система внутрішніх механізмів нейтралізації проектних ризиків передбачає використання наступних основних методів:

А. Запобігання ризику. Це напрямок нейтралізації проектних у є найбільш радикальним. Воно полягає в розробці заходів внутрішнього характеру, які повністю виключають конкретний вид проектного ризику. До числа основних з таких мір відносяться: відмова від використання у високих

обсягах позикового капіталу; відмова від надмірного використання інвестиційних активів.

Б. Лімітування концентрації ризику. Лімітування реалізується шляхом встановлення на підприємстві відповідних внутрішніх нормативів у процесі здійснення політики реального інвестування**.** Система нормативів концентрації ризику включає: питому вагу залучених засобів, що використовуються для реалізації інвестиційних проектів, мінімальний розмір (питома вага) інвестиційних активів у високоліквідній формі ті інші.

В. Розподіл ризику. Розподіл ризику здійснюється шляхом його трансферту (передачі) партнерам з інвестиційної діяльності. Основні напрями розподілу ризику:

– розподіл між учасниками інвестиційного проекту (переробка робіт, виплата штрафів за рахунок підрядника у випадку не здійснення окремих робіт і т.п.);

– розподіл ризику між підприємством і постачальниками сировини (відносини регулюються міжнародними правилами ИНКОТЕРМС-2008);

– розподіл ризику між учасниками лізингової операції (умови розподілу ризику вказуються в окремому договорі. Ризик може бути пов'язаний зі втратою технічної продуктивності, морального старіння обладнання тощо).

Г. Самострахування (внутрішнє страхування). Суттю цього напряму є резервування частки інвестиційних ресурсів підприємством, що дозволяє зменшити вплив негативних фінансових наслідків за тими інвестиційними операціями, за якими ці ризики не пов’язані з діями контрагентів. До цього напряму належать:

– формування резервного страхового фонду підприємства (не менше 5% прибутку підприємства у звітному періоді);

– формування цільових резервних фондів (перелік фондів та джерела визначаються статутом підприємства та іншими внутрішніми документами);

– формування резервних сум фінансових ресурсів у системі бюджетів, що складають різні центри інвестицій;

– нерозподілений прибуток.

Д. Інші види внутрішньої нейтралізації проектних ризиків. До них відносять:

– забезпечення отримання від контрагента додаткового рівня премії за ризик;

– отримання гарантій;

– скорочення переліку форс-мажорних обставин у контрактах зі контрагентами;

– забезпечення компенсації за рахунок системи штрафних санкцій для контрагентів.

Етап 5. *Вибір форм і видів страхування (передачі окремих видів проектних ризиків.* До їх числа відносяться найнебезпечніші проектні ризики, які не можуть бути нейтралізовані за рахунок внутрішніх механізмів.

Страхування проектних ризиків **–** це захист майнових інтересів підприємства при здійсненні страхового випадку спеціальними страховими

компаніями (страхувальниками) за рахунок грошових фондів, що формуються шляхом отримання від страхувальників страхових премій (страхових внесків).

Обсяг негативних наслідків при страхуванні не обмежується. Він визначається реальною вартістю об’єкта страхування (розміром страхової його оцінки), страхової суми, розміру страхової премії.

Страхування проектних ризиків можна класифікувати за такими ознаками:

1. За формами страхування:

– *обов'язкове страхування*. Базується на законодавчо оформленому обов’язку його здійснення як для страхувальника, так і для страхувальників цього страхування);

– *добровільне страхування*. Воно характеризує форму страхування, засновану лише на договорі, що містить добровільно, між страхувальником і страховиком, виходячи зі страхового інтересу кожного з них.

2. За об'єктами страхування:

– *майнове страхування*. Воно охоплює практично усі основні види матеріальних і нематеріальних активів підприємства, задіяних в інвестиційному процесі;

– *страхування відповідальності*. Його об'єктом є відповідальність підприємства і його персоналу перед третіми особами, які можуть понести фінансовий й інший вид збитку в результаті будь-якого дії або бездіяльності страхувальника;

– *страхування персоналу*. Страхування життя співробітників підприємства, що приймають участь у інвестиційному проекті, а також втрата працездатності, інвалідність тощо.

3. За обсягами страхування:

– *повне страхування* (охоплює усі можливі проектні ризику);

– *часткове страхування (*охоплює окремі ризики і окремі страхові суми).

4. За системою страхування:

– *страхування за дійсною вартістю майна;*

– *страхування за системою пропорційної відповідальності* (частковий захист за окремими видами ризику). Сума страхового відшкодування визначається за формулою:

$$СВ_{ПВ} = У * \frac{СС_Д}{СС_О} \quad , \qquad (8.1)$$

де $СВ_{ПО}$ – гранична сума страхового відшкодування;

У – сума фінансового ушкодження;

$СС_Д$ – страхова сума за договором страхування і системою пропорційної відповідальності;

$СС_О$ – розмір страхової оцінки об’єкта страхування;

– *страхування за системою першого ризику* (на основі рівня страхової суми за договором, що була визначена раніше);

– *страхування на основі безумовної франшизи.* ***Франшиза*** **–** це мінімальна некомпенсована страхувальником частка ушкодження. Сума страхового відшкодування визначається за формулою

$$СВ_{БФ} = У - ФР, \quad (8.2)$$

де $СВ_{БФ}$ – сума страхового відшкодування при системі безумовної франшизи;

У – сума фінансового ушкодження;

ФР – розмір франшизи.

– *страхування з використання умовної франшизи.* У випадку, коли розмір ушкодження більший за розмір франшизи, страхувальник не залишає франшизу у себе, а відшкодовує повністю усі збитки.

5. <u>За видами страхування.</u> Страхування майна, страхування фінансових гарантій (страхування від несвоєчасного повернення боргу, відсотків тощо), страхування інвестиційних ризиків, страхування побічних фінансових ризиків (страхування лізингових платежів, страхування інвестиційного прибутку, страхування), інші види страхування проектних ризиків.

Етап 6. <u>*Оцінка результативності нейтралізації проектних ризиків*</u>. До системи показників відносять: рівень нейтралізації окремих фінансових втрат, економічність нейтралізації (відношення витрат на нейтралізацію до страхових витрат) та інші. За зовнішньою оцінкою ефективність страхування визначається такими параметрами:

- вірогідність настання страхового випадку за окремими видом проектного ризику,
- ступінь страхового захисту за проектним ризиком на основі коефіцієнта страхування (відношення страхової суми до розміру страхової оцінки майна),
- розмір страхового тарифу у співставленні зі середнім на ринку страхування за окремими видом страхування,
- розмір страхової премії і порядок її оплати,
- розмір франшизи.

Механізм нейтралізації проектних ризиків забезпечує можливість прийняття ефективних управлінських рішень.

8.3. Управління формуванням і реструктуризацією програми реальних інвестицій. Обмеження та основні проблеми, що виникають при управлінні програмами інвестиційних проектів. Особливості управління програмами реальних інвестицій стратегічного плану

В основі управління інвестиційною програмою розглядають не тільки операції щодо її реалізації, а й операції щодо реструктуризації, коректування тощо. Необхідність подібного коректування диктується за сучасних умов двома

причинами. *Перша* з них пов’язана зі технологічними процесами, наявністю на ринку більш продуктивих інвестиційних товарів та ефективних об’єктів вкладання капіталу. Природно, що в умовах ринкової конкуренції тор буде прагнути до реконструкції своєї інвестиційної програми за рахунок ротації окремих інвестиційних проектів або товарів з Метою підвищення загальної її ефективності. Порядок його дій у цьому випадку аналогічний загальним принципам формування програми Реальних інвестицій – виходячи із цілей інвестиційної стратегії й порівнянної оцінки ефективності, наявних і нових інвестиційних активів або проектів треба оптимізувати склад програми з урахуванням обставин, які змінилися. *Друга причина* зв'язана з істотним зниженням очікуваної ефективності окремих реалізованих інвестиційних проектів в умовах, що змінилися, зовнішнього інвестиційного середовища або факторів внутрішнього розвитку підприємства. У цьому випадку підприємству часто доводиться ухвалювати рішення щодо "виходу" окремих реальних проектів з інвестиційної програми.

Обґрунтування управлінських рішень про "вихід" реальних проектів з інвестиційної програми підприємства являє собою дуже відповідальний і складний процес. Підвищена відповідальність прийняття таких управлінських рішень пов'язана з тим, що вони тягнуть за собою в багатьох випадках втрату не тільки очікуваного інвестиційного доходу, але й частини вкладеного капіталу.

Складність же прийняття таких рішень полягає в тому, що вони повинні базуватися на глибокому аналізі не тільки поточної кон'юнктури інвестиційного ринку, але й на прогнозі її подальшого розвитку, тому що зниження ефективності окремих елементів інвестиційної програми може носити тимчасовий характер.

Підвищена відповідальність і складність прийняття управлінських рішень, пов'язаних з "виходом" окремих проектів з інвестиційної програми, визначають високі вимоги до рівня кваліфікації інвестиційних менеджерів, що приймають такі рішення. У великих підприємствах реального сектора економіки, що здійснюють інвестиційну діяльність у великому обсязі, розробляються спеціальні моделі прийняття таких рішень, а також процедури їхньої реалізації (рис. 8.6).

1. *Оцінка ефективності реалізації окремих інвестиційних проектів підприємства* здійснюється в процесі моніторингу здійснення кожного з них. Цей моніторинг охоплює звичайно інвестиційну стадію реалізації реального проекту, у процесі якого визначаються показники виконання завдань календарного плану, капітального бюджету й інших спостережуваних параметрів. З урахуванням відхилень фактичних показників реалізації проекту на інвестиційній стадії від передбачених, прораховується вплив окремих негативних відхилень на кінцеві показники ефективності й ризику в майбутній стадії його експлуатації.

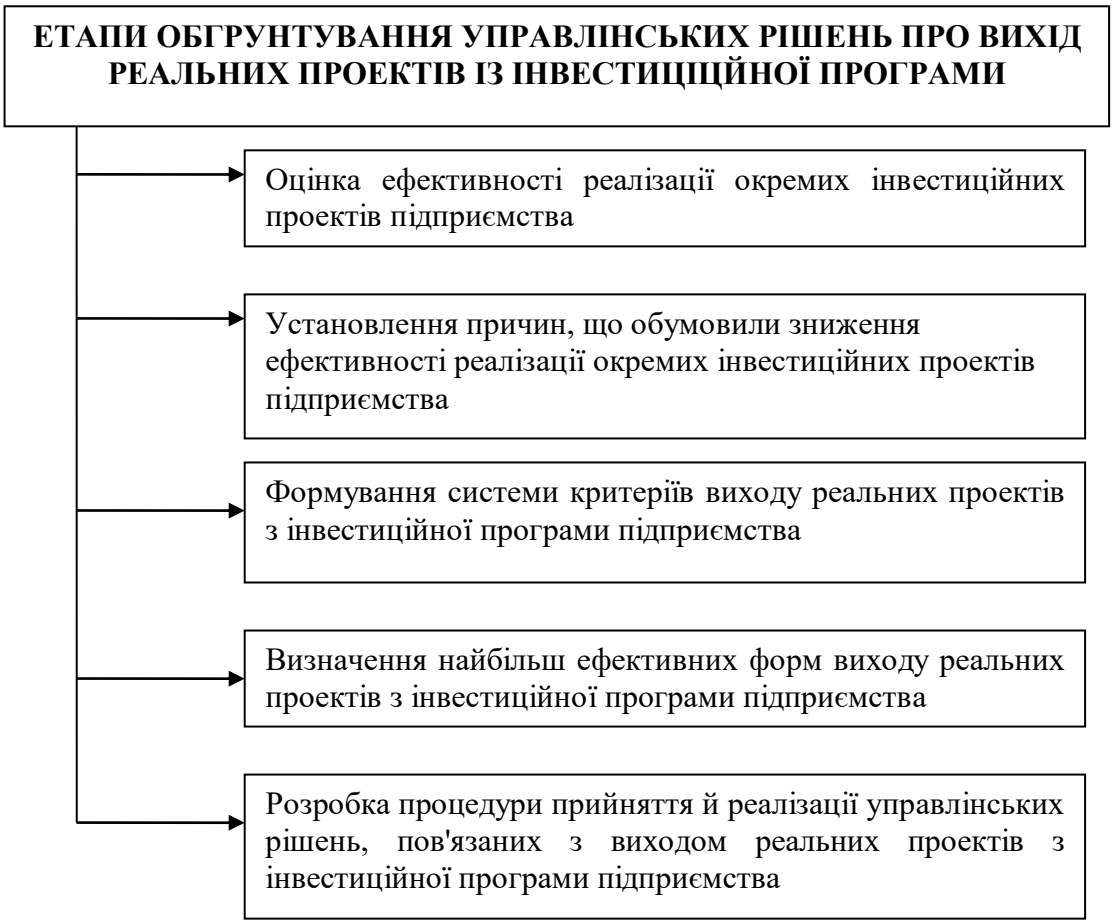

Рис. 8.6. Основні етапи обґрунтування управлінських рішень про вихід реальних проектів з інвестиційної програми підприємства.

2. *Встановлення причин, що обумовили зниження ефективності реалізації окремих інвестиційних проектів підприємства* проводиться, як правило, керівниками проектів й інвестиційними менеджерами (із залученням у необхідних випадках незалежних експертів). До числа основних із цих причин відносяться:

1) значне збільшення тривалості будівництва. Воно приводить, як правило, до перевитрати інвестиційних витрат, піддає проект додатковим ризикам негативного впливу факторів зовнішнього середовища, віддаляє строки одержання інвестиційного прибутку;

2) істотне зростання рівня цін на основні будівельні матеріали. В окремі періоди (будівельного сезону, обсягу пропозиції на ринку й т.п.) ріст цін на основні види будівельних матеріалів може істотно обганяти загальний індекс інфляції. Якщо такий період збігається з піком будівельного циклу здійснення інвестиційного проекту, ефективність його реалізації істотно знизиться через зростання обсягу інвестиційних витрат (при незмінності показників очікуваного інвестиційного прибутку);

3) значне зростання вартості виконання будівельно-монтажних робіт. Воно спричиняє ті ж негативні наслідки для ефективності реалізованого інвестиційного проекту, що й у попередньому випадку;

4) відчутне зростання рівня конкуренції на ринку. Воно може відбутися за рахунок появи нових вітчизняних виробників аналогічної продукції або її імпорту. Це може викликати зниження рівня цін на продукцію, приріст якої підприємство забезпечує за рахунок реалізації інвестиційного проекту. При незмінному рівні інвестиційних витрат це спричинить зниження суми й рівня розрахункового інвестиційного прибутку в процесі наступної експлуатації проекту;

5) значне зростання ставки відсотка у зв'язку з зміною кон'юнктури фінансового ринку. Воно викликає негативні економічні наслідки за інвестиційними проектами, у складі інвестиційних ресурсів яких позикові джерела фінансування займають високу питому вагу. Збільшуючи ріст інвестиційних витрат, воно приводить одночасно до зростання ризику неплатоспроможності підприємства;

6) недостатньо обґрунтований підбор підрядника (субпідрядників) для реалізації проекту. Будівельний досвід, технологія здійснення будівельно-монтажних робіт, парк механізмів підрядника (субпідрядників) можуть не відповідати особливостям реалізації конкретного інвестиційного проекту. Це тягне як правило, збільшення тривалості будівництва, низьку якість робіт (яке згодом відіб'ється на ефективності експлуатації об'єкта) і незаплановані перевитрати планового обсягу інвестиційних витрат;

7) істотна жорсткість системи оподатковування. Воно приводить не тільки до зниження суми чистого інвестиційного прибутку, але й взагалі може "стимулювати" припинення відповідної інвестиційної діяльності.

3. *Формування системи критеріїв виходу реальних проектів з інвестиційної програми підприємства* базується на раніше розглянутому головному критерії й обмежуючих умовах відбору проектів в інвестиційну програму.

Основним критерієм для прийняття такого рішення повинне служити очікуване значення чистого наведеного доходу або внутрішній ставці прибутковості по інвестиційному проекті в умовах, що змінилися, його реалізації. Продовження реалізації інвестиційного проекту можливо лише при дотриманні наступних вимог:

а) чистий наведений доход продовжує залишатися позитивною величиною;

б) внутрішня ставка прибутковості відповідає наступній нерівності:

$$ВСД > СП + Пр + Пл ,$$

де ВСД – розглянуте значення внутрішньої ставки прибутковості інвестиційного проекту в умовах його реалізації, що змінилися;

СП – середня ставка відсотка (враховуючи фактор інфляції) на фінансовому ринку;

Пр – рівень премії за ризик, пов'язаний зі здійсненням реального інвестування у відсотках;

Пл – рівень премії за ліквідність із урахуванням прогнозованого збільшення тривалості реалізації інвестиційного проекту.

Поряд з основними критеріями може бути використана система додаткових критеріїв ухвалення рішення про вихід із програми. Такими критеріями можуть бути:

1. Зростання тривалості інвестиційного циклу до початку ефективної експлуатації об'єкта (наприклад, вище трьох років).

2. Збільшення тривалості періоду окупності інвестицій за проектом (наприклад, вище п'яти років);

3. Зниження наміченого в бізнес-плані терміну можливої експлуатації об'єкта (наприклад, більш ніж на 30%);

4. Зниження іміджу компанії в силу раніше не врахованих обставин, пов'язаних з вибором і реалізацією інвестиційного проекту й інших.

Значення додаткових критеріїв кожна компанія встановлює самостійно з урахуванням мети й особливостей своєї інвестиційної діяльності,

4. В*изначення найбільш ефективних форм виходу реальних проектів з інвестиційної програми підприємства* здійснюється в тому випадку, якщо за реалізованими проектами у силу негативного впливу окремих з перерахованих вище (або інших) факторів варто очікувати подальше істотне зниження їх ефективності. Основними із цих форм є:

– відмова від реалізації проекту до початку будівельно-монтажних робіт;

– продаж частково реалізованого інвестиційного проекту у формі об'єкта незавершеного будівництва;

– продаж інвестиційного об'єкта на стадії початку його експлуатації у формі цілісного майнового комплексу;

– залучення на будь-якій стадії реалізації інвестиційного проекту додаткового стороннього пайового капіталу з мінімізацією своєї частки пайової участі в інвестуванні;

– акціонування інвестиційного проекту на будь-якій стадії його реалізації з мінімізацією своєї частки акціонерного капіталу в ньому (якщо проект структурно може бути виділений у цілісний майновий комплекс);

– роздільний продаж основних видів активів інвестиційний проекту;

– ініційована підприємством процедура банкрутства (на стадії післяінвестиційної експлуатації реального проекту).

5. *Розробка процедури прийняття й реалізації управлінських рішень, пов'язаних з виходом реальних проектів з інвестиційної програми підприємства* передбачає:

– визначення складу власних і незалежних експертів, які приймають участь у підготовці відповідного інвестиційного рішення;

– визначення складу вищих менеджерів підприємства, уповноважених приймати такі рішення;

– визначення граничних строків прийняття таких рішень при ефективності, що знижується, окремих реалізованих проектів;

– визначення найкращих форм реалізації таких рішень із позицій забезпечення максимізації ліквідаційної вартості реалізованого інвестиційного проекту;

– вибір найбільш прийнятних строків реалізації таких рішень.

Можливості й форми швидкого "виходу" проекту з інвестиційної програми підприємства повинні розглядатися ще на стадії його розробки (при оцінці й страхуванні інвестиційних ризиків). У процесі вибору конкретних форм такого "виходу" варто виходити з економічних критеріїв і насамперед – з мінімізації втрат інвестованого капіталу.

З метою забезпечення формування запланованого інвестиційного прибутку паралельно з обґрунтуванням рішення про "вихід" проекту з інвестиційної програми, повинне готуватися рішення про можливі форми найбільш ефективного реінвестування капіталу.

Питання для перевірки знань

1. Що являє собою інвестиційна програма підприємства?
2. Які принципи забезпечують процес формування ІП?
3. Окресліть суть основних етапів ІП?
4. У чому полягає відмінність визначення головного критерію за незалежними і взаємозалежними інвестиційними проектами?
5. Які показники використовуються в якості основних обмежуючих нормативів?
6. Навіщо потрібні допоміжні нормативи і чим вони виражені, в яких показниках?
7. Які існують підходи в умовах обмежень параметрів за проектом?
8. Що таке преферентивне інвестиційне рішення?

Рекомендована література для вивчення теми: [7-11, 14-20, 24, 25, 34, 35].

ТЕМА 9. ОСОБЛИВОСТІ УПРАВЛІННЯ ІННОВАЦІЙНИМИ ІНВЕСТИЦІЯМИ ПІДПРИЄМСТВА

9.1. Інноваційна діяльність як об’єкт інвестування. Сутність інноваційних інвестицій, їх види.

9.2. Управління інноваційним інвестиціями.

9.3. Джерела фінансування інноваційних інвестицій.

9.1. Інноваційна діяльність як об’єкт інвестування. Сутність інноваційних інвестицій, їх види

Стратегія розвитку підприємства повинна передбачати ефективне управління процесом впровадження сучасних наукових досягнень в практику господарювання, яке реалізується шляхом його інноваційної діяльності. В умовах ринкової економіки інноваційна діяльність перетворюється в один з ключових факторів забезпечення високої конкурентоздатності підприємства і росту кінцевих фінансових результатів його діяльності.

В економічній літературі термін “інновація” інтерпретується як перетворення потенційного науково-технічного прогресу в реальний, який втілюється в нових продуктах і технологіях. Інноваційний продукт характеризується вищим технологічним рівнем, новими споживчими якостями товару або послуги порівняно з попереднім продуктом.

У літературних джерелах є чимало визначень інновацій. Наприклад, за змістом чи внутрішньою структурою розрізняють інновації технічні, економічні, організаційні, управлінські та ін. Виокремлюють такі ознаки, як масштаб інновацій (глобальні та локальні); параметри життєвого циклу; закономірності процесу впровадження.

Вчені по-різному трактують це поняття залежно від предмета та об’єкта свого дослідження. Наприклад, Б. Твісс визначає інновацію як процес, у якому винахід або ідея набувають економічного змісту. Ф. Ніксон вважає, що інновація – це сукупність технічних, виробничих і комерційних заходів, що спричинюють появу на ринку нових товарів, поліпшених промислових процесів та устаткування.

Відповідно до міжнародних стандартів, ***інновація*** визначається як кінцевий результат інноваційної діяльності, який дістав втілення у вигляді нового або удосконаленого продукту, впровадженого на ринку, нового або удосконаленого технологічного процесу, що знайшов використання у практичній діяльності.

Інноваційна діяльність – це комплекс практичних дій, спрямованих на використання науково-технічних результатів для отримання нових або поліпшення існуючих виробів, технологій, методів управління та ін.

В найбільш загальному вигляді поняття інноваційної діяльності можна охарактеризувати як процес нового прикладення наукових, технічних і технологічних знань в цілях досягнення комерційного успіху. Ефективність

цього процесу в значній мірі визначається об'ємом і видами інноваційних інвестицій підприємства.

Інноваційні інвестиції представляють собою вкладення засобів в нематеріальні активи, що забезпечують впровадження сучасних наукових досягнень в практику діяльності підприємства. Інноваційні інвестиції здійснюються в двох основних формах (рис. 9.1):

1) шляхом придбання готової науково-технічної продукції;

2) шляхом розробки нової науково-технічної продукції.

Рис. 9.1. Форми інноваційних інвестицій

Інноваційні інвестиції в формі придбання готової науково-технічної продукції мають наступні види:

– придбання патентів на наукові відкриття, винаходи, промислові зразки і товарні знаки;

– придбання «ноу-хау».

Воно представляє собою сукупність технічних, технологічних, комерційних і інших знань, оформлених у вигляді технічної документації, виробничого досвіду, необхідних для організації тої чи іншої виробничої діяльності, але не запатентованих.

Придбання патентів і «ноу-хау» здійснюється на основі ліцензійних угод.

Інноваційні інвестиції у формі розробки нової науково-технічної продукції мають наступні види:

– розробка нової науково-технічної продукції в рамках самого підприємства. В цьому випадку фінансові засоби інвестуються у відповідний об'єкт інновацій (нематеріальних активів), що створюється на даному підприємстві з можливою участю третіх осіб;

– розробка нової науково-технічної продукції сторонніми організаціями на замовлення підприємства. В найбільш узагальненому вигляді цей напрямок носить назву ***"інжиніринг"***. Він представляє собою комплекс робіт по проведенню науково-дослідних і конструкторських робіт з ціллю розробки

рекомендацій по вдосконаленню організації виробництва і управління, техніки і технології, форм реалізації готової продукції і надання послуг.

Результати розробки нової науково-технічної продукції як при першій, так і при другій формі цього виду інноваційних інвестицій оформляються звітами про науково-дослідну роботу, комплектами технологічної і конструкторської документації, методичними рекомендаціями, описами комп'ютерних програм і т.п.

9.2. Управління інноваційним інвестиціями

Процес управління інноваційними інвестиціями в розглянутих видах і формах охоплює наступні основні напрямки:

А. Аналіз стану інноваційних активів, що використовуються підприємством;

В. Формування загальної потреби в інноваційних інвестиціях відповідно до інноваційної стратегії підприємства;

С. Вибір і оцінювання вартості окремих об'єктів інноваційного інвестування;

D. Планування потреби в інвестиційних ресурсах за окремими етапами здійснення інвестиційної діяльності підприємства;

Е. Визначення ефективності інноваційних інвестицій (рис. 9.2).

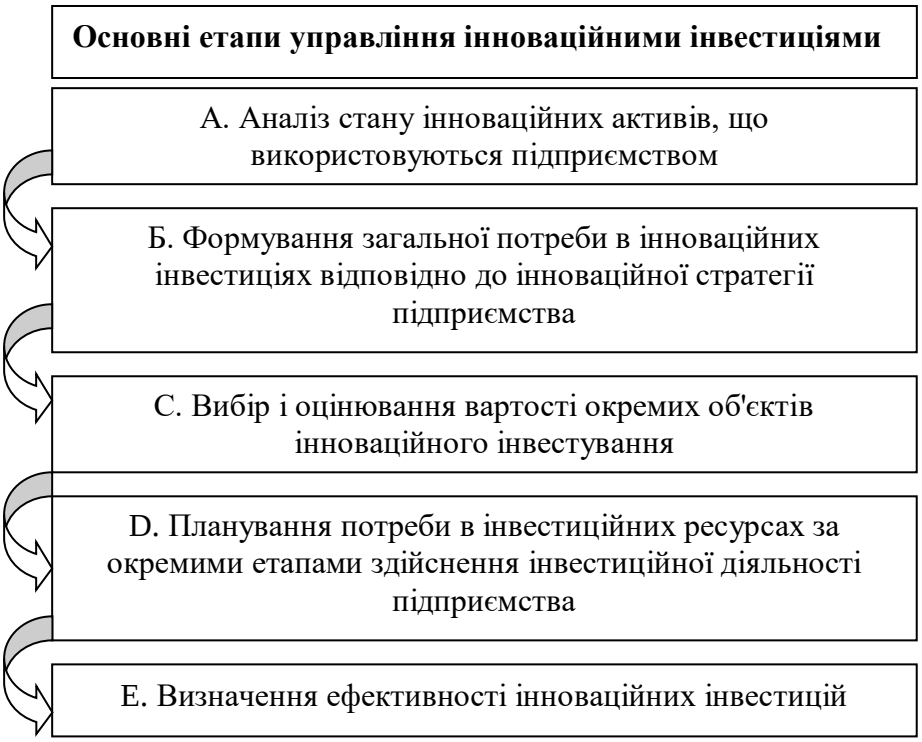

Рис. 9.2. Управління інноваційними інвестиціями

Етап А. Аналіз стану інноваційних активів, що використовуються підприємством. Аналіз складу, структури та стану інноваційних активів,

оцінка ефективності їх використання, оцінка їх впливу на результати діяльності підприємства. Велику увагу при цьому приділяють аналізу нематеріальних активів, які є основою інноваційної діяльності підприємства.

Специфіку нематеріальних активів як неуречевленої частини майна підприємства відображують особливості їхньої оцінки. Складність вартісної оцінки нематеріальних активів зумовлено:

1) різноманітністю об'єктів інтелектуальної власності, кожний з яких за законом має бути оригінальним;

2) різними способами їхньої появи на підприємстві;

3) різними формами їхнього практичного використання на підприємстві;

4) імовірнісним характером отриманих результатів вартісної оцінки.

Використовувані на практиці підходи до оцінки вартості нематеріальних активів орієнтовано переважно на міжнародні стандарти оцінки майна (МСО). Ці стандарти були розроблені Міжнародним комітетом зі стандартів оцінки майна (TIAVSC) і набрали чинності з 1994 р. Оцінка вартості нематеріальних активів проводиться в певній послідовності і включає такі етапи:

1) обстеження нематеріальних активів;

2) правова експертиза;

3) з'ясування типу вартості, що визначається, і вибір відповідного методу (методів) оцінки вартості;

4) формування інформаційної бази для проведення оцінки;

5) розрахунки вартості нематеріальних активів за вибраними методами;

6) підготовка звіту про оцінку.

На етапі обстеження нематеріальних активів необхідно пересвідчитися в наявності матеріальних носіїв, що є об'єктами обліку. Такими носіями можуть бути письмовий і (або) образотворчий опис, креслення, схеми, зразки продукції, дискети, вінчестери ЕОМ, аудіо– та відеокасети, CD-ROM та інші носії об'єктів інтелектуальної власності.

На етапі правової експертизи необхідно ідентифікувати права на об'єкти інтелектуальної власності, тобто пересвідчитися в наявності документів, що підтверджують законне володіння майновими правами (патенти, свідоцтва, ліцензійні договори, договори замовлення на створення об'єктів інтелектуальної власності, контракти або авторські ліцензійні договори тощо).

На третьому етапі залежно від мети оцінки, правової ситуації, інших факторів необхідно з'ясувати тип вартості, що визначається. У вітчизняній практиці оцінки нематеріальних активів використовуються в основному два типи вартості: інвентарна та ринкова. Інвентарна використовується для інвентаризації, бухгалтерського обліку та постановки майна на баланс підприємства, а ринкова – для визначення розмірів платежів за комерційного використання майна. Методи оцінки вартості визначаються типом вартості, а також тим, для чого таку оцінку призначено і як планується використати її результати.

На четвертому етапі залежно від типу вартості й вибраного методу здійснюється формування відповідної інформаційної бази для проведення оцінки. Перелік необхідної інформації, зокрема, включає:

- характеристики об'єктів інтелектуальної власності або товарів, виготовлених з використанням таких об'єктів (технічні, споживчі, експлуатаційні та екологічні показники), за необхідності в порівнянні з аналогічними або конкуруючими;

- джерела отримання прибутків від використання об'єктів інтелектуальної власності (збільшення обсягів реалізації конкретних видів або всієї продукції, виготовленої з використанням об'єктів інтелектуальної власності; підвищення ціни залежно від якості продукції; економія у виробництві за використання об'єктів інтелектуальної власності; виручка від продажу (переуступлення) майнових прав або продажу ліцензій тощо);

- опис ринку об'єктів інтелектуальної власності (галузі й напрямки застосування об'єктів інтелектуальної власності за функціональними ознаками і (або) способом застосування, географія збуту, місткість ринку збуту тощо);

- витрати, пов'язані з придбанням прав і використанням об'єктів інтелектуальної власності (на придбання майнових прав; на використання у виробництві й організації випуску товарів, на правову та інші види охорони; на страхування ризиків здійснення проектів із використанням об'єктів інтелектуальної власності тощо);

- собівартість і ціна одиниці товару з використанням об'єктів інтелектуальної власності;

- ризики, що пов'язані з придбанням прав і використанням об'єктів інтелектуальної власності;

- чистий прибуток від використання об'єктів інтелектуальної власності.

Методи оцінки вартості нематеріальних активів . За визначення вартості окремих об'єктів інтелектуальної власності та нематеріальних активів у цілому, так само, як і в процесі оцінки іншого майна підприємства, відповідно до міжнародних стандартів оцінки використовують три основні підходи: витратний, прибутковий (дохідний), ринковий. У межах кожного з цих підходів, у свою чергу, можна виділити кілька конкретних методів оцінки вартості нематеріальних активів.

Дуже поширеним на практиці є витратний підхід, який полягає у розрахунку витрат на відтворення нематеріальних активів.

Відповідно до методу початкових витрат вартість нематеріальних активів визначається за бухгалтерською звітністю підприємства за кілька останніх років. При цьому увага звертається на величину таких витрат і термін створення активів. Реалізація методу початкових витрат передбачає такі кроки:

– виявляються всі фактичні витрати, пов'язані зі створенням, придбанням або запровадженням об'єкта інтелектуальної власності;

– витрати коригуються на величину індексу цін на день оцінки;

– визначається нарахована величина амортизації об'єкта інтелектуальної власності;

– вартість об'єкта інтелектуальної власності визначається як різниця між величиною витрат, що коригувалися, і нарахованою амортизацією.

Ідея методу вартості заміщення полягає в тому, що максимальна вартість певного нематеріального активу визначається мінімальною ціною, яку

необхідно заплатити за придбання активу аналогічної корисності або аналогічної споживної вартості.

Найбільш прийнятним способом розрахунку вартості унікальних нематеріальних активів є *метод відновної вартості*. Відновна вартість активу визначається як сума витрат, необхідних для створення нової точної копії оцінюваного активу. Звичайно, розрахунки таких витрат мають ґрунтуватися на сучасних цінах на сировину, матеріали, комплектуючі вироби та на середньо галузеву вартість робочої сили відповідної кваліфікації.

Прибутковий (дохідний) підхід виходить із передбачення, що економічна цінність конкретного активу на поточний момент обумовлена розміром доходів, які сподіваються отримати з цього активу в майбутньому. Інакше кажучи, вартість об'єкта може бути визначена як його здатність давати прибуток у майбутньому. Прибутковий підхід реалізується за допомогою методів: капіталізації прибутків, дисконтування майбутніх грошових прибутків, залишкових прибутків.

Процедура оцінки вартості нематеріального активу *за методом капіталізації прибутків* складається з таких етапів:

- виявлення джерел і розмірів чистого прибутку, що його дає відповідний актив;
- визначення ставки капіталізації чистого прибутку;
- розрахунок вартості активу діленням чистого прибутку на ставку капіталізації.

Реалізація методу дисконтування майбутніх грошових потоків передбачає:

– оцінку майбутніх грошових потоків, що становлять чистий прибуток від використання об'єкта інтелектуальної власності і величину амортизації цього об'єкта;
- визначення ставки дисконтування;
- розрахунки сумарної поточної вартості майбутніх прибутків;
- додавання до отриманого результату вартості об'єкта інтелектуальної власності, приведеної до поточного періоду.

Ринковий підхід до оцінки вартості нематеріальних активів реалізується за допомогою методу порівняльного аналізу продажу та методу звільнення від роялті. *Метод порівняльного аналізу* продажу передбачає порівняння об'єкта інтелектуальної власності, що оцінюється, з вартістю аналогічних об'єктів, які були реалізовані на ринку.

За використання методу порівняльного аналізу продажу: збирають інформацію стосовно угод з реалізації аналогічних об'єктів інтелектуальної власності; визначають перелік показників, за якими порівнюють об'єкти інтелектуальної власності; коригують фактичні ціни угод щодо об'єктів інтелектуальної власності з урахуванням значень показників порівняння; визначають вартість об'єкта інтелектуальної власності, що оцінюється, на підставі скоригованих фактичних даних за реальними угодами.

Вартість активу згідно з методом звільнення від роялті визначається на підставі умовного припущення, що вся інтелектуальна власність, яка

використовується підприємством, йому не належить. Тоді частину виручки підприємство мало було б виплачувати у вигляді винагороди (роялті) власникам цієї інтелектуальної власності. Насправді ж цю частину підприємство залишає в себе. Цю частину виручки і вважають додатковим прибутком, який створюється даним нематеріальним активом. Вартість грошових потоків, сформованих на підставі цього прибутку, беруть за ринкову вартість оцінюваного активу.

Нематеріальні активи підприємства також підлягають амортизації. Норму амортизаційних відрахувань установлює підприємство залежно від строку використання окремого виду нематеріальних активів. Стосовно нематеріальних активів, щодо яких неможливо встановити період використання, норма амортизації визначається в розрахунку на 10 років, тобто 10%.

Етап В. Формування загальної потреби в інноваційних інвестиціях в плановому періоді виходить з необхідності використання окремих їх видів у відповідності з вибраною інноваційною стратегією підприємства.

Розрізняють наступні чотири типи інноваційної стратегії підприємства, які визначають обсяг і види інноваційних інвестицій:

✓ *«Все нове – сам».* Цей тип інноваційної стратегії пов'язаний з діяльністю підприємств, які самі розробляють і першими впроваджують інновації.

✓ *«Швидкий другий».* Суть цього типу інноваційної стратегії: підприємство, не претендуючи на і самостійну розробку або пріоритет у впровадженні інновацій, і тим не менш уважно спостерігає за інноваційною діяльністю своїх конкурентів і швидко підхоплює та реалізує здійснені ними інновації, «прив'язуючи» їх до специфіки своєї виробничої І діяльності.

✓ *«Відставання з мінімальними витратами».* Цей тип інноваційної стратегії в тому, що підприємство свідомо не здійснює розробку власними силами нової науково-технічної продукції, а чекає її появи на ринку. Однак у випадку успіху інноваційної діяльності якогось «ризикового» підприємства, старається використати основні види цієї продукції і технології в своїй діяльності. *Н*а відміну від стратегії другого типу, де головним принципом є швидкість впровадження інновації. Цей тип інноваційної стратегії також в тому, що підприємство свідомо не здійснює розробку власними силами нової науково-технічної продукції, а чекає її появи на ринку. Однак у випадку успіху інноваційної діяльності якогось «ризикового» підприємства, старається використати основні види цієї продукції і технології в своїй діяльності. На відміну від стратегії другого типу, де головним принципом є швидкість впровадження інновації, що появилася, цей тип стратегії і побудований на принципі впровадження інновації з найменшою сумою інвестованого капіталу.

✓ «Заповнення прогалин». В основі цього типу інноваційної стратегії лежить реалізація не кардинальних інновацій, що вимагають суттєвої перебудови виробничо-технологічного або господарського процесу, а тільки окремих їх елементів, що не вимагають ні значного об'єму інвестицій, ні швидкої їх реалізації. Цей тип інноваційної стратегії є найменш ефективним, але самим дешевим з позиції об'єму інвестованого капіталу. На практиці рідко

зустрічаються випадки, коли підприємство на протязі тривалого періоду незмінне притримується одної й тої ж інноваційної стратегії. Зміна стадії життєвого циклу підприємства або кон'юнктури ринку можуть призвести до зміни інноваційної стратегії або її диверсифікації по окремих напрямках діяльності або видах продукції.

Етап С. Вибір і оцінка вартості об'єктів інноваційних інвестицій здійснюється у два етапи.

На першому етапі в розрізі видів інноваційних інвестицій, передбачених до реалізації у відповідності з вибраною стратегією, вивчається пропозиція і формуються конкретні об'єкти інвестування, що вимагають фінансування в плановому періоді.

На другому етапі проводиться оцінка вартості окремих об'єктів інноваційного інвестування. Така оцінка базується на наступних принципах:

– за науково-технічною продукцією, ринкова вартість якої визначена і зафіксована продавцем, оцінка здійснюється на основі цін пропозиції;

– за науково-технічною продукцією, яка купляється і не має аналогів, оцінка здійснюється на основі договірних цін, що формуються за згодою сторін з врахуванням корисного ефекту від її використання;

– за науково-технічною продукцією, що розробляється підприємством самостійно, оцінка здійснюється по об'єму відповідного бюджету на її розробку.

Етап D. Планування потреби в інвестиційних ресурсах по етапах здійснення інноваційної діяльності передбачає оцінку вартості об'єктів інвестицій і життєвого циклу інновацій. Життєвий цикл інновацій представляє собою період часу з моменту зародження інноваційного рішення до його заміни іншою інновацією і охоплює наступні стадії: розробка інноваційного рішення, первинне впровадження в сферу експлуатації, розширене впровадження інновацій, вдосконалення інновації, припинення інновації.

При плануванні потреби в інвестиційних ресурсах з врахуванням окремих стадій життєвого циклу інновацій слід мати на увазі, що інноваційні інвестиції на «ризикових» підприємствах найбільш активно здійснюються на першій і другій стадіях (на цих стадіях ними) витрачається до 90% передбачуваних у відповідності з проведеною оцінкою інвестиційних ресурсів). Невеликий обсяг інвестиційних ресурсів (до 10 /о загального розміру) їм може бути потрібно на четвертій стадії. Третя і п'ята стадії життєвого циклу інновацій на 1 таких підприємствах не плануються і відповідно не інвестуються.

На інших підприємствах основний обсяг інноваційного інвестування (до 80% загального розміру інвестиційних ресурсів) здійснюється на третій стадії життєвого циклу інновацій і лише незначний обсяг (до 20% загальної суми інвестицій) – на четвертій стадії. Перша, друга і п'ята стадії життєвого циклу інновацій на таких підприємствах інвестиційних ресурсів не потребують.

В процесі планування потреби в інвестиційних ресурсах необхідно також враховувати, що їх обсяг пов'язаний з окремими етапами придбання (розробки) науково-технічної продукції.

Етап Е. Визначення ефективності інноваційних інвестицій засноване на використанні тих самих показників, що й за показниками реальних інвестицій. Це базується на співставленні показників витрат інвестиційних ресурсів і очікуваного чистого грошового потоку, приведених до теперішньої вартості. Прибуток від впровадження інновацій розраховується методом прямого рахунку або методом різниць (різниця між сумою прибутку після і до впровадження інновацій).

Кінцеві показники оцінки ефективності інноваційних інвестицій (по всій їх сукупності) порівнюються з аналогічними показниками реальних і фінансових інвестицій. За результатами такого порівняння інвестиційні ресурси можуть бути перерозподілені між цими видами інвестицій для більш ефективної реалізації цілей інвестиційної діяльності підприємства.

9.3. Джерела фінансування інноваційних інвестицій

Активізація інноваційної діяльності підприємств в умовах ринкової економіки пов’язана передусім з пошуком джерел і форм інвестування, які мають забезпечити баланс між інноваційними витратами та фінансовими можливостями. Успішність економічної діяльності в інноваційній сфері останнім часом дедалі тісніше ставиться у залежність від ступеня залучення кредитних ресурсів банківських установ до системи фінансового забезпечення відтворювальних процесів.

Таким чином, банки стають одними з учасників інноваційного процесу, забезпечуючи не тільки його фінансування, а й зв’язок між усіма учасниками – державою, інвестиційно-інноваційними фондами, науково-технічними установами та споживачами. Проте існуючі механізми кредитування і надто високі ставки за кредити в Україні не сприяють надходженню фінансових ресурсів у сферу інновацій.

Водночас реальна поточна ситуація є такою, що довгострокові кредити, які мають бути основними підоймами стимулювання інноваційної діяльності суб’єктів господарювання, становлять небезпечно малу частку в загальному обсязі кредитних вкладень у національну економіку.

Серед *суттєвих чинників, що обмежують довгострокове інноваційне кредитування*, слід назвати такі: високий рівень відсоткових ставок за банківські кредити; великий кредитний ризик, ризик зміни відсоткових ставок, ризик незбалансованої ліквідності; переважно поточний та короткостроковий характер банківських пасивів; низька ліквідність об’єктів застави, що можуть бути передані для забезпечення інноваційного кредиту; зацікавленість банків у кредитуванні господарських операцій із швидкою оборотністю грошових потоків; обмежена можливість рефінансування в НБУ.

Одним з перспективних джерел фінансування інноваційної діяльності на підприємствах, можуть бути також кошти іноземних інвесторів, використання яких має ряд переваг порівняно з позичковим капіталом та іншими видами фінансово-кредитного забезпечення. Так, на відміну від позик і кредитів, не

збільшуючи зовнішнього боргу держави, вони сприяють одержанню коштів для розвитку виробництва, зацікавлюючи в цьому безпосередньо іноземного інвестора. Вивезення прибутків, зароблених інвесторами завдяки їхнім внескам та участі у виробництві, є набагато меншою небезпекою, ніж повернення кредитів з відсотками.

Важливим інструментом стимулювання розвитку виробництва вважається надання державних гарантій за іноземними кредитними лініями, що значно полегшує вихід підприємств на ринок капіталів. Існують два діаметрально протилежні погляди на державні гарантії за іноземними кредитами:

– без таких гарантій неможливо підтримати вітчизняне виробництво через слабкість банківської системи України;

– необхідно зовсім відмовитися від іноземних кредитів чи накласти на них мораторій до стабілізації економічної й політичної ситуації.

Гарантії уряду забезпечують легший доступ до одержання кредитних коштів, тому вони є однією з форм субсидіювання підприємств. Обсяг цієї субсидії можна оцінити виходячи зі зниження витрат підприємства на сплату відсотків за банківський кредит. У разі неповернення підприємством кредиту обсяг субсидії дорівнює сумі бюджетних витрат на його погашення й обслуговування. Такі випадки в умовах ринкової економіки практично виключені завдяки використанню процедури банкрутства.

Тобто, на перший погляд, надання державних гарантій при одержанні кредитів чи державної допомоги на їх обслуговування не порушує дії ринкового механізму: держава просто допомагає підприємствам отримати кредит на ринкових умовах. Однак з народногосподарського погляду це означає фінансування проектів, які без участі держави не були б здійснені через високі витрати чи недостатню надійність. При обмеженості кредитних коштів це призводить до заміни (витіснення) рентабельних інвестицій.

Таким чином, втручання держави створює певні перешкоди для фінансування більш прибуткових проектів, а отже, спотворює умови конкуренції і знижує загальну ефективність народного господарства.

Надання державних гарантій, як правило, базується на прийнятій системі пріоритетів. Вибіркова підтримка певних секторів економіки призводить до зміни відносних цін, а отже, і структури виробництва, яка в результаті такого втручання перестає відповідати пріоритету споживачів. Досвід промислово розвинених країн свідчить про те, що надання державних гарантій, порівняно з іншими формами субсидіювання, виявляється доцільним лише тоді, коли завдяки гарантіям на ринку залишаються ті підприємства, що мають шанси зберегти свою рентабельність протягом тривалого часу.

Надання державних гарантій, порівняно з іншими формами субсидіювання підприємств, має дві важливі переваги:

– держава одержує можливість надавати підтримку підприємствам без використання бюджетних коштів;

– для підприємств необхідність повернення кредитів стає стимулом до максимально ефективного використання залучених коштів.

Однак в Україні реалії такі, що кредити під гарантію уряду не тільки не мають зазначених переваг, але навіть становлять серйозну економічну проблему, пов'язану з борговими зобов'язаннями держави. У процедурі надання гарантій беруть участь як мінімум 11 установ (міністерства економіки, фінансів, зовнішньоекономічних зв'язків і торгівлі, Фонд держмайна, банк-агент, назване Національне агентство, галузеві управління Кабінету Міністрів, центральний орган виконавчої влади відповідної галузі, незалежна організація, що здійснює цінову експертизу, інші інститути). Збільшення кількості учасників експертизи збільшує витрати на її проведення, але аж ніяк не підвищує ступеня обґрунтованості вибору інноваційного проекту.

Одним з найважливіших аргументів при виборі інноваційних проектів є їх відповідність пріоритетним напрямкам використання іноземних кредитів і розвитку економіки. Так, дотепер немає глибокого економічного обґрунтування пріоритетів на основі аналізу порівняльних переваг і реальних можливостей їх використання, а також тенденцій розвитку субсидованих галузей в інших країнах. Найчастіше пріоритетність пов'язується з необхідністю використовувати наявний виробничий потенціал, тобто випливає з минулого, а не орієнтується на майбутнє. Усе це збільшує ймовірність виключення ефективних проектів. Разом з тим, формулювання «окремі, надзвичайно важливі об'єкти» може служити підставою для будь-якого суб'єктивного рішення.

Практика реалізації інноваційних проектів за кредитами під гарантію уряду свідчить, що підприємства пріоритетних галузей мають досить реальні шанси компенсувати зміну кон'юнктури (наприклад, цін на сировину, обмінного курсу, ринків збуту), що пов'язано з можливістю домогтися для себе спеціальних умов. Можливість одержати пільги для конкретного інноваційного проекту у процесі його реалізації за спеціальним рішенням уряду зводить нанівець твердість процедури й умов надання державних гарантій за іноземними кредитами.

Фактично багато підприємств не несуть відповідальності за повернення коштів і тому не зацікавлені в їх ефективному використанні. У першу чергу це стосується кредитів, що надаються на умовах погашення зовнішніх зобов'язань з бюджету з подальшим відшкодуванням витрат держави в національній валюті чи постачаннями продукції в державний резерв.

Організація фінансування інноваційних проектів без надання гарантій уряду. У цьому випадку процес фінансування складатиметься з таких етапів:

1. Підприємство-позичальник звертається до уряду за підтримкою інноваційного проекту відповідно до політики держави стосовно пріоритетних напрямків розвитку економіки. Далі, за підтримки уряду, підприємство-позичальник має одержати від НБУ ліцензію на відкриття рахунку в третій країні і пільги на повернення валютних цінностей протягом більш як 90 днів (оскільки деякі види устаткування виготовляються і постачаються протягом тривалішого терміну).

2. Забезпечення оплати авансу, наприклад, 15 % (фаза-I). Кошти від експорту ліквідної продукції підприємства, що організує іноземна компанія 1,

надходять на рахунок у третій країні і використовуються для оплати 15 % авансу іноземній компанії 2, яка є виконавцем інноваційного проекту.

3. Іноземний банк під гарантії іноземної компанії 2 і пакету забезпечення у вигляді валюти, що надходить від продажу виробленої нової продукції, фінансує залишок вартості проекту (у нашому випадку – 85 %) (фаза – II).

Застосування такої схеми з урахуванням конкретних особливостей кожного з інноваційних проектів дасть змогу, на нашу думку, залучити необхідні кошти для розвитку інновацій, сприятиме розвитку іноземного кредитування.

Іншим альтернативним методом інвестування сфери нововведень може стати придбання машин та обладнання в оренду і т.п. Основні форми реалізації інноваційних інвестицій подані у таблиці 9.1.

Таблиця 9.1– Характеристика основних форм фінансування, що використовуються для реалізації інноваційних інвестицій

Форма фінансування	**Переваги та недоліки**
Довгострокове кредитування	Три основні принципи: забезпеченість, терміновість, платність. Банківський кредит на відміну від бюджетного фінансування дає змогу підвищити ефективність інвестиційних заходів і в цілому ряді випадків може виявитися більш прийнятним і зручним методом мобілізації коштів на тривалі терміни, ніж випуск корпоративних акцій або розміщення облігаційних позик
Венчурне фінансування	Дві основні форми – шляхом придбання акцій нових фірм або наданням кредитів різноманітних видів, звичайно з правом конверсії в акції. Венчурний капітал являє собою інвестування коштів не тільки великих компаній, а й банків, держави, страхових, пенсійних та інших фондів з підвищеним ступенем ризику у новий, що розширюється або зазнає різких змін, бізнес. Пайова участь інвестора в капіталі компанії в прямій або опосередкованій формі, активна роль інвестора в управлінні організацією, що фінансується, надання коштів на тривалий термін без яких-небудь гарантій або забезпечення
Лізинг	Вирішується завдання швидкого промислового освоєння великих технічних інновацій, що потребують придбання дорогих верстатів, устаткування тощо. Принципово нові види зв'язку між виробником і споживачем складної продукції. Для фінансового лізингу термін оренди дуже близький до терміну служби устаткування. Майно стає власністю лізингодавця. Технічне обслуговування і ремонт поставленого устаткування здійснює або підприємство-виготовлювач, або сам орендар
Франчайзинг	Франчайзинг являє собою форму відносин між незалежними компаніями й/або фізичними особами, у рамках якої одна сторона (франчайзер), що розташовує розробленою системою ведення бізнесу, відомою торговельною маркою, фірмовим стилем, ноу-хау, торговельними й/або виробничими секретами, знаннями, досвідом, репутацією й іншими нематеріальними активами, дозволяє іншій стороні (франчайзи) використати цю систему на обговорених умовах.

Отже, у світовій практиці однією з форм оренди є ***лізинг***, сутність якого полягає в одержанні орендарем від орендодавця у виключне користування на певний термін, обумовлений угодою, матеріальних цінностей, машин та обладнання з подальшою виплатою орендних платежів орендодавцю.

Лізинг сприяє скороченню циклу проектно-конструкторських робіт, освоєнню виробництва техніки нових поколінь, створюючи сприятливі умови для підтримки платоспроможного попиту на нове обладнання та устаткування. Це значною мірою прискорює процес впровадження у виробництво нових прогресивних видів виробів, підтримуючи конкурентоспроможність усіх учасників лізингової угоди.

Незважаючи на значне поширення у зарубіжній практиці цієї форми виробничого інвестування, у господарській системі України вона використовується недостатньо. Закон “Про податок на додану вартість” не стимулює розвитку лізингу. На основі його використання при здійсненні *фінансового прямого* й *зворотного лізингу* відбувається подвійне оподаткування. Воно полягає в тому, що при передачі права власності на основні виробничі фонди за договором фінансового лізингу у лізингодавця виникає податкове зобов’язання, при цьому базою оподаткування є договірна ціна, що складається з вартості обладнання і суми податку з доданої вартості, яка була вже раніше сплачена лізингодавцем і пред’явлена лізингоодержувачу. Інакше кажучи, на суму раніше сплаченого податку з доданої вартості ще раз нараховується податок.

Для оцінки економічної ефективності інноваційних інвестицій у вітчизняній практиці використовується система показників, які широко висвітлюються в літературі. Ці показники відображають співвідношення витрат і отриманих результатів, тобто тих вигід, які будуть одержані від реалізації інновацій.

Показники економічної ефективності відображають ефективність інноваційних проектів з точки зору інтересів усього національного господарства, а також регіонів, галузей виробництва, організацій, що беруть участь у проекті. При відборі інвестиційних проектів і розрахунках показників ефективності на рівні національного господарства беруться до уваги такі результати проекту:

– кінцеві виробничі результати (виручка від реалізації нових товарів, інтелектуальної власності – ліцензій, ноу-хау, програм для ЕОМ тощо);

– соціальні й екологічні результати, розраховані виходячи із спільних дій учасників проекту в регіонах;

– прямі фінансові результати;

– кредитні займи, інвестиції інших держав, банків, фірм і т. ін.;

– побічні фінансові результати, що їх обумовлюють при здійсненні проекту: зміни доходів сторонніх організацій і громадян, ринкової вартості земельних ділянок, будівельних споруд, утрати природних ресурсів і інші надзвичайні ситуації.

До складу витрат включаються передбачені в проекті і необхідні для його реалізації побічні й одночасні витрати всіх учасників проекту, обчислених без

повторного врахування однакових витрат одних учасників у складі результатів інших учасників.

Оцінюючи ефективність інноваційних інвестицій, порівняння різночасових показників здійснюють шляхом приведення (дисконтування) їх до цінності в початковому періоді (до одного моменту). Таким моментом може бути, наприклад, рік початку реалізації інновацій.

За допомогою *дисконтування* у фінансових і економічних розрахунках ураховується чинник часу. Наприклад, якщо сьогодні інвестувати в інноваційний проект 1 млрд грн, розраховуючи одержати 10% доходу, то через рік вартість інвестицій становитиме 1,1 млрд грн – це майбутня вартість вкладених інвестицій, а її поточна сучасна вартість дорівнює 1,0 млрд грн.

Різниця між майбутньою вартістю і поточною вартістю називається дисконтом (англ. discount – обліковий процент). Чим нижча ставка відсотка і менший період, тим вища теперішня величина майбутніх доходів. Дисконтна ставка (норма) визначається як прийнятна для інвестора норма доходу на капітал.

При оцінці ефективності інноваційних проектів передбачається розрахунок таких важливих показників, як: інтегральний ефект (чистий дисконтований дохід); внутрішня норма прибутковості (дохідності); рентабельність інвестицій період і строк окупності (см. тема 7).

Наприклад, внутрішня норма прибутковості (дохідності) – IRR (англ. internal rate of return) – це розрахункова відсоткова ставка, за якої одержані доходи (вигоди) від проекту стають рівними витратам на проект, або дається ще таке визначення – це той максимальний відсоток, який може бути сплачений для мобілізації капіталовкладень у проект. Рекомендується відбирати такі інноваційні проекти, внутрішня норма дохідності яких не нижча 15—20 %. Строк окупності, як правило, розраховується на базі недисконтованих доходів. У міжнародній практиці застосовується показник періоду окупності.

У сучасних умовах ринкової трансформації часто виникають ситуації, коли підприємство не в змозі віддати перевагу тому чи іншому виду фінансування, вирішити, буде це якесь одне джерело чи кілька. Для оцінки вигідності однієї величини порівняно з іншою використовують два показники: ефект та ефективність.

Вважаємо за доцільне рекомендувати їх для використання і при оцінці різних джерел фінансування інноваційних проектів. При цьому ефект від використання джерела пропонується оцінювати за формулою:

$$E = K_{EF} - K_{MIN} \ , \qquad (9.1)$$

де E – ефект;

K_{EF} – ефективна відсоткова ставка за весь строк інноваційного проекту джерела (до переліку джерел входять як окремі джерела, так і фінансування за допомогою комплексу джерел);

Kmin– мінімальна ефективна відсоткова ставка в сукупності джерел.

При фінансуванні проекту за рахунок одного джерела вибір оптимального варіанта здійснюється за критерієм *Кеф → min*. Тобто чим менша вартість залучення того чи іншого джерела фінансування, тим прийнятніше вона для підприємства.

Вибравши спосіб фінансування інноваційного проекту, необхідно порівняти витрати на його залучення із заздалегідь заданими припустимими величинами за своїм проектом. Задані припустимі значення визначаються виходячи із середньозваженої ціни капіталу компанії. Таке зіставлення дає змогу оцінити прийнятність способу фінансування для цього проекту. Якщо {Кеф, факт}<{Кеф., задане}, то робиться висновок про те, що аналізоване джерело придатне для фінансування проекту. Якщо ж навпаки, то це джерело виключається з переліку потенційних для фінансування.

Права частина алгоритму дає змогу вибрати спосіб фінансування проекту комплексним методом за рахунок комбінації джерел. Спочатку джерела фінансування, що входять у комбінацію, ранжуються за критерієм $\{K_{еф}\} > \min$ і розташовуються у порядку збільшення вартості їх залучення. Потім засоби фінансування включаються у сукупність у порядку черги. Дешевші джерела мають більшу частку у загальній сумі залучених коштів. При включенні у загальну сукупність враховуються обмеження за кожним із джерел.

Потім розраховується вартість залучення комбінації джерел, порівнюються витрати за цим методом (аналогічно з фінансуванням за рахунок одного джерела) із заданими припустимими величинами за даним проектом. При цьому, якщо значення розрахованих величин менше заданих, то робиться висновок про те, що отримана комбінація джерел може бути використана для цього проекту. Якщо навпаки, то сформована комбінація є дорогою і невигідною для проекту, тобто виникає необхідність у коригуванні переліку потенційних джерел. Можна змінити або частку джерела, або переглянути строки залучення. Далі необхідно зробити вибір між комплексним методом і фінансуванням за рахунок одного джерела.

Практична реалізація викладених пропозицій і рекомендацій щодо застосування альтернативних джерел та алгоритму вибору оптимального варіанта дасть змогу удосконалити структуру механізму фінансування інноваційної діяльності з метою її подальшої активізації на підприємствах торгівлі, ресторанного господарства та інших підприємствах галузі, а також сприятиме розвитку іноземного інвестування.

Питання для перевірки знань

1. Дайте визначення поняттю «інноваційні інвестиції» підприємства.
2. Охарактеризуйте їх основні форми.
3. Визначте мету та принципи управління інноваційними інвестиціями підприємства, його зв'язок з інноваційною стратегією.

4. Визначте основні напрями інноваційної діяльності підприємства.
5. Яким чином формується потреба в інноваційних інвестиціях підприємства на майбутній період.
6. Як вибирають об'єкти інноваційного інвестування?
7. Які існують методи оцінки їх привабливості?
8. Яким чином відбувається планування потреби в інвестиційних ресурсах для здійснення інноваційного інвестування?
9. Які існують методи оцінки ефективності окремих проектів інноваційних інвестицій.

Рекомендована література для вивчення теми: [6, 7, 8, 10-11, 15-19, 25, 26, 35, 36].

ТЕМА 10. РОЗРОБЛЕННЯ ПОЛІТИКИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ ІНВЕСТИЦІЯМИ ПІДПРИЄМСТВА

10.1. Фінансові інвестиції, їх форми. Політика управління фінансовими інвестиціями.

10.2. Оцінка інвестиційних якостей фінансових інструментів інвестування.

10.1. Фінансові інвестиції, їх форми. Політика управління фінансовими інвестиціями

Інвестиційна стратегія компанії передбачає насамперед запровадження реальних інвестиційних проектів і формування портфелів такого типу. Однак, на окремих етапах розвитку підприємства виправдане здійснення й фінансових інвестицій. Така спрямованість інвестицій може бути викликана необхідністю ефективного використання інвестиційних ресурсів, сформованих до початку здійснення реального інвестування за відібраними інвестиційними проектами; у випадках. Коли кон'юнктура фінансового ринку дозволяє одержати значно більший рівень прибутку на вкладений капітал, ніж операційна діяльність окремих товарних ринків; за наявності тимчасово вільних грошових активів, пов'язаних із сезонною діяльністю підприємства; у випадках наміченого «захоплення» інших підприємств у переддень галузевої, товарної або регіональної диверсифікації своєї діяльності шляхом вкладення капіталу в їх статутні фонди (або придбання відчутного пакета їх акцій) та в низці інших випадків.

Фінансові інвестиції розглядаються як активна форма ефективного використання тимчасово вільного капіталу або як інструмент реалізації стратегічних цілей, пов'язаних із диверсифікацією операційної діяльності підприємства.

Здійснення фінансових інвестицій характеризується низкою *особливостей*, основними з яких є:

1. Фінансові інвестиції – це незалежний вид господарської діяльності для підприємств реального сектору економіки. Така незалежність виявляється як щодо операційної діяльності підприємств, так і щодо процесу їх реального інвестування. Форми вирішень стратегічних операційних завдань розвитку таких підприємств з допомогою фінансових інвестицій вирішують обмежені (вкладення капіталу в статутні фонди та придбання контрольних пакетів акцій інших підприємств).

2. Фінансові інвестиції – основний засіб здійснення підприємством зовнішнього інвестування. Всі основні форми та інструменти фінансових інвестицій мають зовнішнє спрямування інвестованого капіталу, що виходить за рамки відтворювальних процесів підприємства. З допомогою фінансових інвестицій підприємства мають можливість здійснювати зовнішнє інвестування як в межах своєї країни, так і за кордоном.

3. *У системі сукупних інвестиційних потреб підприємств реального сектору економіки фінансові інвестиції формують портфель інвестиційних потреб другого рівня (другої черги).* Фінансові інвестиції здійснюються такими підприємствами зазвичай після того, як задоволені їхні потреби в реальному інвестуванні капіталу. Як правило, така можливість з'являється у підприємства лише на стадії «рання зрілість».

4. *Стратегічні фінансові інвестиції підприємства дають йому змогу швидше та економічніше реалізувати окремі стратегічні цілі свого розвитку.* Так, у разі галузевої або регіональної диверсифікації операційної діяльності, нарощування обсягів виробництва і реалізації продукції шляхом «захоплення» підприємств-конкурентів в своєму сегменті ринку або інших аналогічних випадків замість придбання цілісних майнових комплексів або будівництва нових об'єктів підприємство, вдаючись до відповідних форм фінансового інвестування, може придбати контрольний пакет акцій (контрольну частку в статутному фонді) суб'єктів господарювання, що його зацікавили, максимальна сума купівлі яких є трохи більшою за половину реальної ринкової вартості їх бізнесу (50 % плюс одна акція). У процесі стратегічного фінансового інвестування підприємства зазвичай не переслідують цілі максимізації поточного інвестиційного доходу; більше того, окремі стратегічні фінансові інвестиції можуть здійснюватися підприємством і за негативного значення поточного інвестиційного доходу з розрахунку на забезпечення довготривалого приросту капіталу.

5. *Портфельні фінансові інвестиції використовуються підприємствами реального сектору економіки в основному для отримання додаткового інвестиційного доходу в процесі використання вільних грошових активів і для їх протиінфляційного захисту***.** До цілеспрямованого формування інвестиційних ресурсів для здійснення портфельних фінансових інвестицій такі підприємства, як правило, не вдаються. І хоч звичайно фінансові інвестиції забезпечують більш низький рівень доходу, ніж функціонуючі операційні активи підприємства, вони формують додатковий приплив його у періоди, коли тимчасово вільний капітал не може бути ефективно використаний для розширення операційної діяльності.

6. *Фінансові інвестиції забезпечують підприємству широкий діапазон вибору інструментів інвестування за шкалою «дохідність – ризик».* Порівняно з реальним інвестуванням ця шкала є значно ширшою, вона включає групу як безризикових, так і високоризикових (спекулятивних) інструментів інвестування, даючи змогу інвестору здійснювати свою інвестиційну політику в широкому діапазоні: від надто консервативної до надто агресивної.

7. *Фінансові інвестиції забезпечують підприємству досить широкий діапазон вибору інструментів інвестування і за шкалою «дохідність – ліквідність».* Хоча порівняно з реальними інвестиціями вони характеризуються вищим рівнем ліквідності, цей рівень варіює в дуже широких межах.

8. *Процес обґрунтування управлінських рішень, пов'язаних зі здійсненням фінансових інвестицій, є простішим і менш трудомістким***.** Він не потребує істотних передінвестиційних витрат фінансових коштів, як за підготовки

реальних інвестиційних проектів; алгоритми оцінювання ефективності фінансових інвестицій мають більш диференційований характер стосовно щодо об'єктів інвестування, що підвищує надійність оцінки; реалізація прийнятих управлінських рішень у сфері фінансового інвестування потребує мінімум часу.

9. *Висока мінливість кон'юнктури фінансового ринку порівняно з товарним визначає необхідність активнішого моніторингу в процесі фінансового інвестування.* Відповідно й управлінські рішення, пов'язані зі здійсненням фінансового інвестування, є оперативнішими.

Фінансове інвестування здійснюється підприємством у наступних основних формах (табл. 10.1): З урахуванням особливостей і форм фінансового інвестування організується управління ними на підприємстві. При достатньо високій періодичності здійснення фінансових інвестицій на підприємстві розробляється спеціальна політика такого управління.

Таблиця 10.1 – Основні форми фінансового інвестування, що здійснюються підприємством

№ з/п	Форма	Зміст
1.	Вкладення капіталу в статутні фонди спільних підприємств	Ця форма фінансового інвестування має найбільш тісний зв'язок з операційною діяльністю підприємства. За своїм змістом ця форма багато в чому підміняє реальне інвестування, являючись при цьому менш капіталомісткою і більш оперативною. Пріоритетною метою цієї форми інвестування є не стільки одержання високого інвестиційного прибутку, скільки встановлення форм фінансового впливу на підприємства для забезпечення стабільного формування свого операційного прибутку.
2.	Вкладення капіталу в доходні види грошових інструментів	Ця форма фінансового інвестування спрямована перш за все на ефективне використання тимчасово вільних грошових активів підприємства. Основним видом грошових інструментів інвестування є депозитний внесок у комерційних банках. Як правило, ця форма використовується для короткострокового інвестування капіталу й головною її метою є генерування інвестиційного прибутку.
3.	Вкладення капіталу в доходні види фондових інструментів	Ця форма фінансових інвестицій є найбільш масовою і перспективною. Вона характеризується вкладенням капіталу в різні види цінних паперів, які вільно обертаються на фондовому ринку (так звані «ринкові цінні папери»). Основною метою цієї форми фінансового інвестування також є генерування інвестиційного прибутку, хоча в окремих випадках вона може бути використана для встановлення форм фінансового впливу на окремі компанії при рішенні стратегічних задач (шляхом придбання контрольного або досить вагомого пакета акцій).

Політика управління фінансовими інвестиціями представляє собою частину загальної інвестиційної політики підприємства, що забезпечує вибір найбільш ефективних фінансових інструментів вкладення капіталу й своєчасне його реінвестування. Формування політики управління фінансовими інвестиціями здійснюється за наступними основними етапами (рис. 10.1).

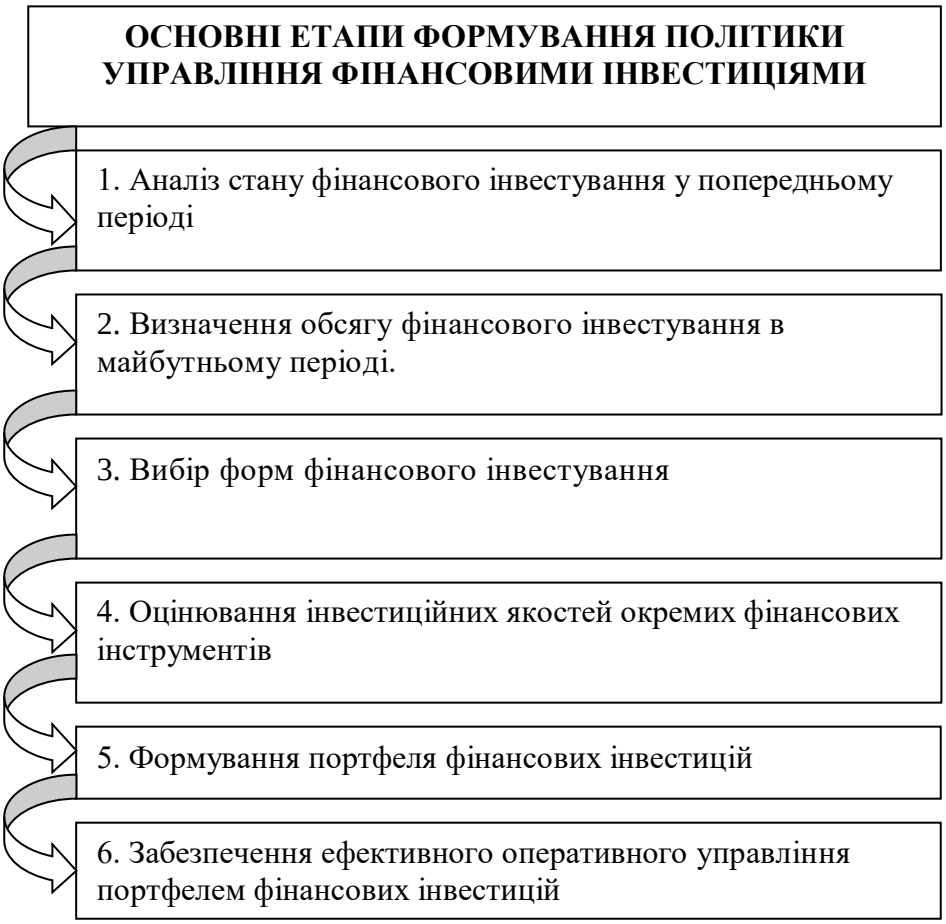

Рис. 10.1. Формування політики управління фінансовими інвестиціями

Розроблена політика управління фінансовими інвестиціями підприємства визначає основні параметри інвестиційної діяльності підприємства в цій сфері та її найважливіші критерії.

1. Аналіз стану фінансового інвестування у попередньому періоді. Основною метою проведення такого аналізу є вивчення тенденцій, динаміки, масштабів, форм та ефективності фінансового інвестування на підприємстві в ретроспективі.

Перша стадія аналізу – вивчається загальний обсяг інвестування капіталу в фінансові активи; визначаються темпи зміни цього обсягу і питомої ваги фінансового інвестування у загальному обсязі інвестицій підприємства у передньому періоді.

Друга стадія аналізу – досліджуються основні форми фінансового інвестування, їх співвідношення, спрямування на вирішення стратегічних завдань розвитку підприємства.

Третя стадія аналізу – вивчається склад конкретних фінансових інструментів інвестування, їх динаміка і питома вага в загальному обсязі фінансового інвестування.

Четверта стадія аналізу – оцінюється рівень дохідності окремих фінансових інструментів і фінансових інвестицій загалом. Він визначається як відношення суми доходів, отриманих в різних формах за окремими фінансовими інструментами (з коригуванням її на індекс інфляції), до суми інвестованих в них коштів. Рівень дохідності фінансових інвестицій підприємства порівнюється із середнім рівнем дохідності на фінансовому ринку і рівнем рентабельності власного капіталу.

П'ята стадія аналізу – оцінюється рівень ризику окремих фінансових інструментів інвестування та їх портфеля загалом. Таке оцінювання здійснюється шляхом розрахунку коефіцієнта варіації отриманого інвестиційного прибутку за ряд попередніх звітних періодів. Розрахований рівень ризику порівнюється з рівнем дохідності інвестиційного портфеля та окремих фінансових інструментів інвестування (відповідність цих показників ринковій шкалі «прибутковість – ризик»).

Шоста стадія аналізу – оцінюється рівень ліквідності окремих фінансових інструментів інвестування та їх портфеля загалом. Оцінювання виконується на основі розрахунку коефіцієнта ліквідності інвестицій на дату проведення аналізу (в останньому звітному періоді). Розрахований рівень ліквідності порівнюється з рівнем прибутковості інвестиційного портфеля та окремих фінансових інструментів інвестування.

Проведений аналіз дає змогу оцінити обсяг та ефективність портфеля фінансових інвестицій підприємства у попередньому періоді.

2. *Визначення обсягу фінансового інвестування в майбутньому періоді*. На підприємствах, які не є інституціональними інвесторами, обсяг такого інвестування зазвичай є невеликим і визначається розміром вільних фінансових коштів, що заздалегідь нагромаджуються для здійснення майбутніх реальних інвестицій або інших витрат майбутнього періоду. Позичкові кошти до фінансового інвестування підприємства, як правило, не залучаються (за винятком окремих періодів, коли рівень дохідності цінних паперів істотно перевищує рівень ставки процента за кредит).

Певний обсяг фінансового інвестування диференціюється в розрізі довго– і короткострокових періодів його здійснення. Обсяг довгострокового фінансового інвестування визначається в процесі вирішення завдань ефективного використання інвестиційних ресурсів для реалізації реальних інвестиційних проектів, страхових та інших цільових фондів підприємства, що формуються на довгостроковій основі. Обсяг короткострокового фінансового інвестування визначається в процесі вирішення завдань ефективного використання тимчасово вільного залишку грошових активів (у складі оборотного капіталу підприємства), що утворюється через нерівномірність формування позитивного і негативного грошових потоків.

3. Вибір форм фінансового інвестування. Конкретні форми визначаються у межах обсягу запланованих на це фінансових коштів. Вибір

форм залежить від характеру завдань, вирішуваних підприємством у процесі його господарської діяльності:

– рішення стратегічних завдань розвитку операційної діяльності пов'язане з такими формами фінансового інвестування, як вкладення капіталу в статутні фонди спільних підприємств і придбання контрольного пакета акцій окремих компаній, що являють стратегічний інтерес для цілей диверсифікації цієї діяльності;

– рішення завдань приросту капіталу в довгостроковому періоді пов'язане, як правило, з вкладеннями його у довгострокові, фондові та грошові інструменти, дохідність яких, прогнозована з урахуванням рівня ризику, задовольняє інвестора;

– рішення завдань отримання поточного прибутку і протиінфляційного захисту тимчасово вільних грошових активів пов'язане з вибором короткострокових грошових або боргових фондових інструментів інвестування, реальний рівень прибутковості яких не нижче норми прибутку, що склалася на капітал, який інвестується (за відповідною шкалою «дохідність – ризик»).

4. Оцінювання інвестиційних якостей окремих фінансових інструментів. Методи такого оцінювання диференціюються залежно від видів цих інструментів, основним показником виступає рівень їх прибутковості, ризику і ліквідності. За оцінювання детально досліджуються фактори, що визначають інвестиційні якості різних видів фінансових інструментів інвестування – акцій, облігацій, депозитних внесків у комерційних банках тощо. В результаті такого аналізу отримують оцінку інвестиційної привабливості галузей економіки і регіонів країни, в якій здійснює господарську діяльність емітент цінних паперів. Важливу роль у процесі оцінювання відіграє й характер обігу тих або інших фінансових інструментів інвестування на організованому та неорганізованому ринку цінних паперів.

5. Формування портфеля фінансових інвестицій. Здійснюється з урахуванням оцінки інвестиційних якостей окремих фінансових інструментів. У процесі їх відбору до портфеля враховуються такі фактори: тип портфеля фінансових інвестицій, що формується відповідно до його пріоритетної мети; необхідність диверсифікації фінансових інструментів портфеля; необхідність забезпечення високої ліквідності портфеля тощо. Особливу роль у формуванні портфеля фінансових інвестицій відведено забезпеченню відповідності цілей його формування стратегічним цілям інвестиційної діяльності загалом. Портфель фінансових інвестицій, сформований з урахуванням зазначених факторів, має бути оцінений щодо співвідношення рівня дохідності, ризику і ліквідності, для підтвердження, що за своїми параметрами він відповідає типу портфеля, визначеному цілями його формування. За необхідності посилити цілеспрямованість портфеля до нього вносяться корективи.

6. Забезпечення ефективного оперативного управління портфелем фінансових інвестицій. У разі суттєвих змін кон'юнктури фінансового ринку інвестиційні якості окремих фінансових інструментів знижуються. У процесі оперативного управління портфелем фінансових інвестицій забезпечується

своєчасна реструктуризація його з метою підтримки цільових параметрів первинного формування.

Політика управління фінансовими інвестиціями підприємства визначає основні параметри інвестиційної діяльності підприємства в цій сфері та її найважливіші критерії.

10.2. Оцінка інвестиційних якостей фінансових інструментів інвестування

В процесі здійснення фінансового інвестування у всіх його формах однією з найважливіших задач є оцінка інвестиційних якостей окремих фінансових інструментів, які обертаються на ринку.

Оцінка інвестиційних якостей фінансових інструментів представляє собою інтегральну характеристику окремих їх видів, яка здійснюється інвестором з урахуванням цілей формування інвестиційного портфеля.

На світовому ринку обертається кількасот видів, типів і модифікацій цінних паперів, кожний з яких характеризується десятками ознак.

Цінний папір – це документ, котрий забезпечує відповідні майнові і немайнові права його власника, може самостійно обертатися на ринку як об'єкт купівлі-продажу та інших операцій, і бути джерелом стабільного або одноразового доходу .Отже, докладніше охарактеризуємо інвестиційні якості окремих цінових інструментів інвестування відповідно до їх класифікації, наведеної на рисунку 10.2.

1. *За ступенем передбачуваності інвестиційного прибутку* розрізняють боргові та пайові цінні папери.

Боргові цінні папери характеризуються чіткою передбачуваністю інвестиційного доходу, розмір якого можна визначити в будь-який момент їх обігу. Така передбачуваність дає змогу зіставляти інвестиційні якості боргових цінних паперів як за шкалою «дохідність – ризик», так і за шкалою «дохідність – ліквідність». Крім того, боргові цінні папери мають пріоритетні права погашення зобов'язань у разі банкрутства емітента, що значно знижує рівень несистематичного їх ризику.

Пайові цінні папери характеризуються низьким рівнем передбачуваності їх інвестиційного доходу, який оцінюється за двома параметрами – за рівнем майбутніх виплат дивідендів і за приростом курсової вартості інструменту. У разі ефективної господарської діяльності емітента за цими цінними паперами можна отримати більш високий рівень інвестиційного доходу порівняно з борговими цінними паперами того ж емітента. При цьому для пайових цінних паперів характерний більш високий ступінь кореляції доходів з темпами інфляції. Однак нестабільність інвестиційного доходу робить їх більш ризиковими інструментами інвестування, оскільки вони не захищені ні від систематичного, ні від несистематичного видів ризиків. Низька ефективність господарської діяльності емітента може призвести не тільки до втрати

інвестиційного доходу за пайовими цінними паперами, а й до часткової (а у разі банкрутства – й повної) втрати вкладеного в них капіталу.

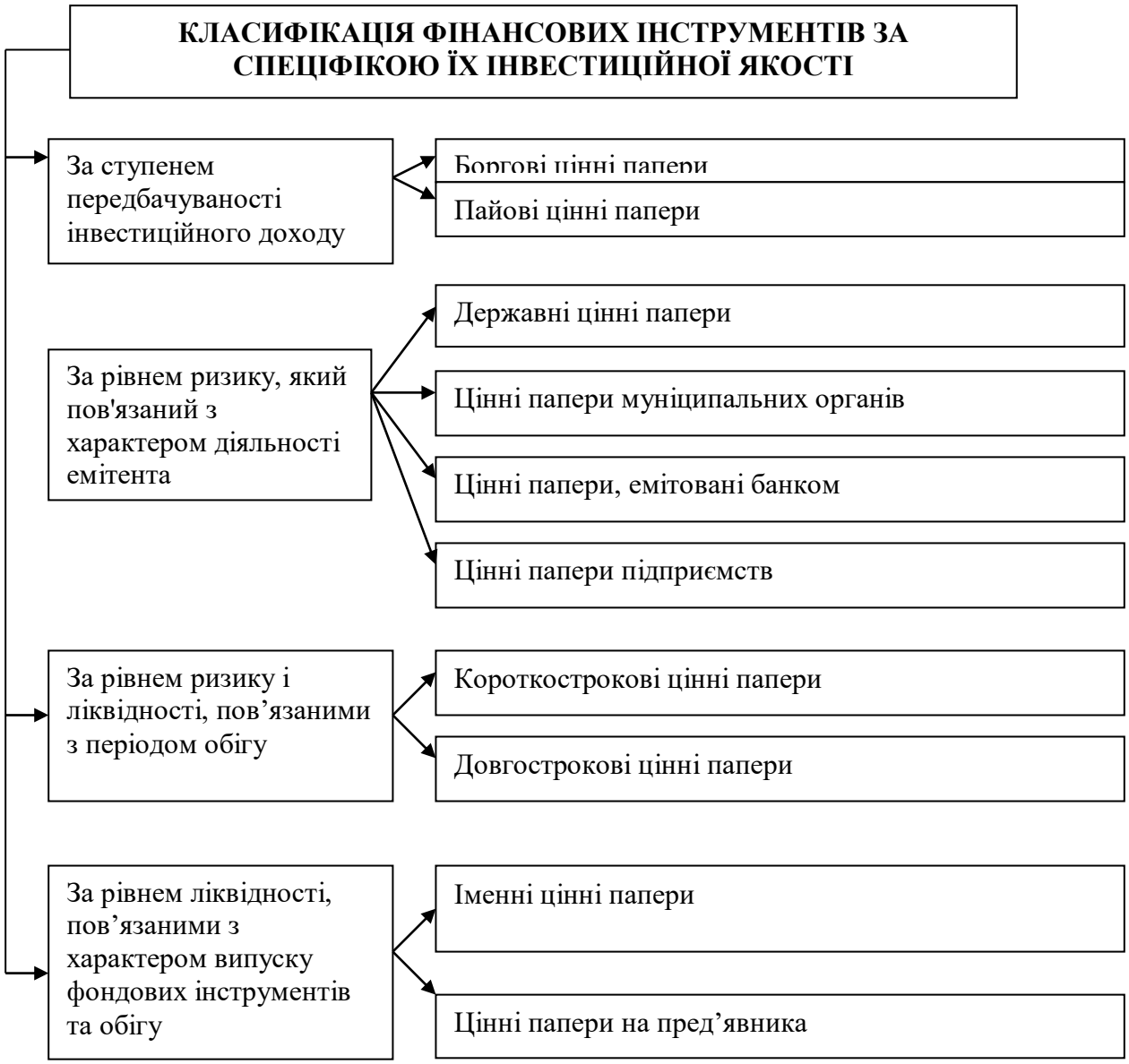

Рис. 10.2. Класифікація фінансових інструментів за специфікою їх інвестиційних якостей

2. *За рівнем ризику, пов'язаного з характером емітента*, виділяють такі види фінансових інструментів інвестування: державні цінні папери; цінні папери муніципальних органів; цінні папери, емітовані банками, та цінні папери підприємств.

Державні цінні папери представлені переважно борговими зобов'язаннями і мають найменший рівень інвестиційного ризику. Окремі види державних цінних паперів розглядаються навіть як еталон безризикових інвестицій. Разом з тим, рівень інвестиційного доходу за такими цінними паперами, як правило, найнижчий. У періоди різких коливань кон'юнктури фінансового ринку держава має можливість впливати на реальний рівень

інвестиційного доходу за своїми цінними паперами зміною ставки рефінансування (облікової ставки центрального банку).

Цінні папери муніципальних органів. Рівень інвестиційних якостей таких цінних паперів (як правило, боргових) значною мірою визначається рівнем інвестиційної привабливості відповідних регіонів) Хоча такі цінні папери не можна віднести до безризикових, рівень інвестиційного ризику за ними звичайно невисокий. Відповідно невисоким є й рівень інвестиційного доходу за ними.

Цінні папери, емітовані банками. Інвестиційні якості цих фінансових інструментів уважаються досить високими, оскільки рівень дохідності за ними звичайно вищий, ніж за державними і муніципальними цінними паперами. Крім того, система економічних нормативів банківської діяльності і високий рівень державного контролю за їх діяльністю знижують потенційний рівень ризику інвестування в цінні папери цих емітентів (хоча фінансова неспроможність банків й має місце).

Цінні папери підприємств в Україні характеризуються низькими інвестиційними якостями. Це пояснюється низькою ефективністю господарської діяльності більшості підприємств на сучасному етапі (особливо корпоратизованих державних підприємств), внаслідок чого за акціями багатьох з них не виплачуються навіть дивіденди. Рівень інвестиційного ризику за цінними паперами підприємств (особливо віднесених до категорії венчурних) найвищий. Крім того, такий тип цінних паперів характеризується найнижчим на ринку рівнем ліквідності.

3. *За рівнями ризику і ліквідності*, пов'язаними з періодом обігу, вирізняють такі цінові інструменти інвестування, як коротко– і довгострокові цінні папери.

Короткострокові цінні папери. Період їх обігу визначає досить високий рівень їх ліквідності на ринку цінних паперів. Крім того, короткий період їх обігу значною мірою знижує рівень інвестиційного ризику, пов'язаного зі зміною кон'юнктури фінансового ринку і фінансового стану їх емітентів. Відносно низький рівень ризику і досить високий рівень ліквідності визначають порівняно невисокий рівень інвестиційного доходу за такими ціновими інструментами.

Довгострокові цінні папери. Рівень інвестиційних якостей таких цінових інструментів визначається протилежними (проти короткострокових цінних паперів) характеристиками – низьким рівнем ліквідності (за інших рівних умов) і відповідно вищим рівнем інвестиційного ризику. За такими ціновими інструментами пропонується й більш високий рівень інвестиційного доходу.

4. *За рівнем ліквідності, пов'язаним із характером випуску та обігу*, ці інструменти інвестування поділяються на іменні цінні папери та цінні папери на пред'явника.

Іменні цінні папери. Через складну процедуру їх оформлення та глибший контроль емітента за їх обігом такі цінні папери характеризують дуже низькою ліквідністю.

Цінні папери на пред'явника. Зазначена вище особливість випуску таких фінансових інструментів не перешкоджає процесу їх вільного обігу, а отже, й підвищує потенційний рівень їх ліквідності.

Оцінка вартості та дохідності акцій

Акція **–** це цінний папір без встановленого строку обігу, який засвідчує пайову участь у статутному фонді акціонерного товариства, підтверджує членство в акціонерному товаристві та право на участь в управлінні ним, дає його власникові право на одержання частини прибутку у вигляді дивідендів, а також на участь у розподілі майна в разі ліквідації акціонерного товариства.

Акції можуть мати: номінальну, емісійну, балансову, конверсійну, ліквідаційну вартість і ринкову ціну або курс.

Номінальна вартість (номінал акції) – ціна, вказана на бланку акції. Вона характеризує частку статутного капіталу, яка припадає на одну акцію під час заснування компанії.

Емісійна вартість – ціна, за якою акція реалізується (продається) на первинному ринку; може відрізнятися від номіналу.

Балансова вартість – величина власного капіталу, що припадає на одну акцію. Якщо емітовано лише прості акції, то така вартість визначається діленням власного капіталу на кількість акцій. Якщо випущено й привілейовані акції, то власний капітал зменшується на сукупну вартість привілейованих акцій за номіналом або за викупною ціною (для відзивних акцій).

Ринкова вартість (або курсова вартість) – ціна, за якою акції продаються та купуються на ринку; саме за цією ціною акції котируються на вторинному ринку цінних паперів.

Курс акції – відношення ринкової ціни до номіналу, виражене у процентах.

Ліквідаційна вартість – визначається в момент ліквідації акціонерного товариства. Вона показує, якою є вартість майна акціонерного товариства, що припадає на одну акцію і підлягає реалізації у фактичних цінах після розрахунку з кредиторами.

У деяких країнах акціонерні товариства емітують відзивні привілейовані акції. У такому разі емітент має право «відкликати» акції шляхом викупу їх у певний момент за відповідною ціною – ***ціною викупу (call price).***

Також емітуються конверсійні привілейовані акції, які в певний період часу можна обміняти на прості акції за заздалегідь встановленим курсом ***(конверсійною ціною).***

Властивості акцій окремих корпорацій оцінюються за допомогою системи показників (табл. 10.2).

1) Капіталізована вартість акцій визначає ринкову вартість акцій акціонерного товариства:

$$K_{BA} = O_B \times A_P \ , \qquad (10.1)$$

де K_{BA} – капіталізована вартість акції;

O_B – кількість емітованих акцій;

A_P – ринкова вартість акції.

Таблиця 10.2 – Основні показники акцій

Групи показників	Показники
1. Загальні комерційні показники	1. Капіталізована вартість акції 2. Віддача акціонерного капіталу 3. Балансова вартість акції 4. Співвідношення ринкової і балансової акції
2. Показники дохідності	5. Прибуток на акцію 6. Дивідендна віддача акції 7. Коефіцієнт «ціна-дохід» 8. Коефіцієнт платіжності 9. Коефіцієнт забезпеченості привілейованих акцій
3.Показники, ефективності обігу	10. Коефіцієнт ліквідності акцій 11. Коефіцієнт «пропозиції – попиту» 12. Коефіцієнт обігу акції

2) Віддача акціонерного капіталу показує темп зростання вкладеного акціонерами капіталу:

$$B_{AK} = \frac{П - П_P}{K_{BA}} \quad , \qquad (10.2)$$

де B_{AK} – віддача акціонерного капіталу;
П – сума чистого прибутку;
$П_P$ – відсотки за користування позиковими коштами.

3) *Балансова вартість однієї акції* є бухгалтерським підтвердженням забезпеченості кожної емітованої акції капіталом акціонерного товариства:

$$A_Б = \frac{K_A + P}{O_B} \quad , \qquad (10.3)$$

де $A_Б$ – балансова вартість однієї акції;
K_A – балансова вартість акціонерного капіталу;
Р – розмір страхового (резервного фонду).

3) *Співвідношення ринкової і балансової вартості акцій* – це узагальнюючий показник, що свідчить про успіх (невдачу) корпорації:

$$C_A = \frac{A_P}{A_Б} \quad , \qquad (10.4\ )$$

де C_A – співвідношення ринкової і балансової вартості акцій.

5) *Прибуток на акцію* – робить можливим оцінку розмірів доходів, що спрямовуються на споживання і нагромадження і припадають на одну акцію:

$$П_А = \frac{П - П_Р}{О_В} \quad , \qquad (10.5)$$

де $П_А$ –прибуток на акцію.

6) *Дивідендна віддача акції* – показує розмір доходу, що спрямовується на поточне споживання акціонерів, у відношення до ринкової вартості акції:

$$Д_А = \frac{Д_Р}{А_Р} \quad , \qquad (10.5\ )$$

де $Д_А$ – дивідендна віддача акції;
Д – розмір нарахованого девіденду.

7) *Коефіцієнт "ціна-дохід"* – характеризує зв'язок між ринковою вартістю акції і доходом, що вона приносить. Якщо порівнювати цей показник стосовно акцій кількох підприємств, найбільш інвестиційно-привабливими будуть акції з найменшим коефіцієнтом:

$$к_{Ц/Д} = \frac{А_Р}{П_А} \quad . \qquad (10.7\ )$$

8) Коефіцієнт платоспроможності – свідчить, яка частка прибутку спрямовується на виплату дивідендів:

$$к_{пл} = \frac{Д}{П_А} \quad . \qquad (10.8)$$

9) Коефіцієнт забезпеченості привілейованих акцій – дає змогу оцінити забезпеченість привілейованих акцій чистими активами емітента, а отже, визначити ступінь захищеності капіталу інвестора:

$$к_З = \frac{Р_{ЧА}}{О_{ПА}} \quad , \qquad (10.9)$$

де $Р_{ЧА}$ – чисті активи акціонерного товариства;
$О_{ПА}$ – кількість емітованих привілейованих акцій.

11) *Коефіцієнт ліквідності акцій* – характеризує можливість продажу акцій конкретного емітента:

$$к_Л = \frac{О_{проп}}{О_{прод}} \quad , \qquad (10.10)$$

де $О_{проп}$ – загальний обсяг пропозицій акцій;
$О_{прод}$ – реальний обсяг продажу акцій.

12) Коефіцієнт "пропозиції-попиту" свідчить про співвідношення цін пропозиції та попиту на акції:

$$к_{пр/п} = \frac{Ц_{проп}}{Ц_{поп}} \ , \qquad (10.11)$$

де $Ц_{проп}$ – ціна пропозиції акцій;
$Ц_{поп}$ – ціна попиту на акції.

13) *Коефіцієнт обігу акцій* – дає змогу визначити обсяг обігу акцій конкретного емітента і є різновидом показників ліквідності:

$$к_{об} = \frac{О_{проп}}{К_{ВА}} \ . \qquad (10.12),$$

Для характеристики якостей облігації використовуються наступні показники:

1) *Прямий дохід на облігацію* – визначає залежність доходу на облігацію від норми відсотка її ринкової вартості:

$$Д_О = \frac{Н_В \times О_п}{О_Р} \ , \qquad (10.13),$$

де $Д_О$ – прямий дохід на облігацію;
$Н_В$ – норма відсотка;
$О_Р$ – ринкова вартість облігації;
$О_п$ – номінальна вартість облігації.

2) *Конверсійна премія* – характеризує вигоди (збитки) інвестора за конвертації облігацій в акції:

$$ПК = А_{РК} \times Ц_К \ , \qquad (10.14)$$

де ПК – конверсійна премія;
$А_{РК}$ – ринкова вартість акції на момент випуску облігації;
$Ц_К$ – ціна конверсії.

3) *Коефіцієнт конверсії* показує кількість акцій, що їх отримано в обмін на конвертовану облігацію:

$$к_R = \frac{Ц_{НК}}{Ц_К} \ , \qquad (10.15)$$

де $Ц_{НК}$ – номінальна вартість конвертованої облігації.

4) *Розрахункова вартість інвестиційного сертифіката* визначається виходячи з доходів від фондових цінностей, в які вкладає кошти інвестиційний фонд, виручки і витрат від операцій інвестиційного фонду на ринку цінних паперів:

$$B_{IC} = f(Д, O_I, З), \tag{10.16}$$

де B_{IC} – розрахункова вартість інвестиційного сертифіката;

f – функціональна залежність;

Д –з дивіденди та проценти, що припадають на один інвестиційний сертифікат;

O_I – виручка інвестиційного фонду від операцій з цінними паперами у розрахунку на один інвестиційний сертифікат;

З – витрати інвестиційного фонду на управління портфелем цінних паперів у розрахунку на один інвестиційний сертифікат.

6) *Вартість варранту* розраховується наступним чином:

$$B_{BAP} = (A_P - A_{BAP}) \times Q_{BAP} \ , \tag{10.17}$$

де B_{BAP} – розрахункова вартість варранту;

A_{BAP} – ціна акції, що визначив емітент для варранту;

Q_{BAP} – кількість акцій, які обмінюються на варрант.

7) *Вартість опціону* визначається виходячи з оцінки дії таких чинників: дивіденди на акцію, співвідношення поточної ринкової вартості акції з її ціною, визначеною в опціоні, термін дії опціону, безпечна відсоткова ставка, ступінь ризику:

$$B_{опц} = f(Д, C_{опц\,I}, t_{опц}, \eta, R) \ , \tag{10.18}$$

де $B_{опц}$ – розрахункова вартість опціону;

Д – дивіденди на акцію;

$C_{опц}$ – співвідношення поточної ринкової вартості акції з ціною акції, визначеною в опціоні;

$T_{опц}$ – термін дії опціону;

η – безпечна відсоткова ставка;

R – ступінь ризику як стандартне відхилення.

Основні параметри оцінки акцій та облігацій наведені у таблиці 10.3.

Таблиця 10.3 - Основні параметри оцінки інвестиційних якостей акцій і облігацій

ПАРАМЕТРИ АКЦІЙ	ПАРАМЕТРИ ОБЛІГАЦІЙ
1. Характеристика виду акції за ступенем захищеності розміру дивідендних виплат	1. Вид облігації за характером емітента, терміном погашення і формам виплати, доходу
2. Оцінка галузі емітента	2. Оцінка інвестиційної привабливості регіону
3. Оцінка основних показників господарської діяльності і фінансового стану емітента	3. Оцінка фінансової стійкості і платоспроможності підприємства-емітента
4. Оцінка характеру обігу акції на фондовому ринку	4. Оцінка характеру обігу облігації на фондовому ринку
5. Оцінка умов емісії акції.	5. Оцінка умов емісії облігації

Параметри наведених цінних паперів обумовлені їх економічною сутністю. Так, для акції за першим параметром важливим є вид акції, тобто привілейована або проста, тому що від цього залежить розмір виплати, умови тощо. А у облігації за першим параметри важливим показником, наприклад, є термін погашення. Тому, що для інвестора більш інтересним варіантом є короткострокові облігації, після погашення яких капітал може бути реінвестований у більш доходні проекти. Також важливим є форма і суми доходу. Так, в залежності від того чи це цільова облігація або відсоткова інвестор отримує або цільову винагороду (товар, послуги) або дохід у грошовій формі.

Оцінка ефективності окремих фінансових інструментів інвестування.

Оцінка ефективності окремих фінансових інструментів інвестування, як і реальних інвестицій, здійснюється на основі зіставлення обсягу інвестиційних витрат, з одного боку, і сум поворотного грошового потоку по них, з іншої. Разом з тим, формування цих показників в умовах фінансового інвестування має істотні відмінні риси

1. Насамперед , у сумі поворотного грошового потоку при фінансовому інвестуванні відсутній показник амортизаційних нарахувань, тому що фінансові інструменти, на відміну від реальних інвестицій, не містять у своєму складі амортизованих активів. Тому основу поточного поворотного грошового потоку за фінансовими інструментами інвестування становлять суми періодично оплачених за ними відсотків (на внески в статутні фонди; на депозитні внески в банках; за облігаціями та іншими облігаціях й іншим борговим цінним паперами) і дивідендів (за акціями й іншими частковими цінним паперам).

2. Слід враховувати, що у склад поворотного грошового потоку за фінансовими інструментами інвестування входить вартість їх реалізації по закінченні терміну їх використання (фіксована вартість за борговими фінансовими активами і поточна курсова вартість за частковими фінансовими активами).

3. Також при формуванні норми прибутку на інвестований капітал у відмінність від операційного прибутку, що формується від впливом відповідних галузевих обмежень, за фінансовими інвестиціями інвестор сам обирає очікувану норму прибутку з урахуванням рівня ризику вкладень у відповідні фінансові інструменти.

4. Інвестиційні витрати за фінансовими інструментами це і є реальна вартість фінансового інструменту за умовами очікуваного норму прибутку та рівня ризику. Якщо фактична сума інвестиційних витрат за фінансовими інструментами перевищить його реальну вартість, то ефективність фінансового інструменту знижується, і навпаки.

Отже, модель оцінки вартості фінансового інструменту оцінює його реальну вартість, що забезпечує отримання очікуваної норми прибутку за ним.

$$C_{ФІ} = \sum_{t=1}^{n} \frac{ВДП}{(1+НП)^n} \quad , \qquad (10.19)$$

де $C_{ФІ}$ – реальна вартість фінансового інструмента інвестування;

ВДП – очікуваний поворотний грошовий потік за період використання фінансового інструменту;

НП – очікувана норма прибутку за фінансовим інструментом, що виражена десятковим дробом (формується інвестором самостійно з урахуванням рівня ризику);

n – кількість періодів формування поворотних потоків (за усіма їх формами).

Система оцінки моделей наведена у табл. 10.4.

<u>*Моделі оцінки вартості облігацій.*</u>

Облігації засвідчують внесення їх власником коштів і підтверджують зобов'язання відшкодувати йому номінальну вартість цих цінних паперів у передбачений строк з виплатою відсотків (якщо інше не передбачено умовами випуску).

Моделі враховують такі елементи: номінал облігації; сума відсотка, що виплачується за облігацією; очікувана норма прибутку; кількість періодів до терміну часу погашення облігації.

Модель оцінки облігації з періодичною виплатою відсотків

$$P_{\text{обл.}} = \sum_{i=1}^{n} \frac{C}{(1+r)^i} + \frac{N}{(1+r)^n} \quad , \qquad (10.20)$$

де $P_{\text{обл}}$ – поточна вартість облігації з періодичною виплатою процентів;

C – річні купонні виплати (сума відсотка);

N – номінальна вартість облігації;

r – ринкова процентна ставка в *n*-му періоді (дохідність в альтернативному секторі);

t – кількість періодів, протягом яких здійснюються купонні виплати.

Таблиця 10.4 – Моделі оцінки реальної вартості окремих видів фінансових інструментів інвестування

Боргові фінансові інструменти	**Пайові фінансові інструменти**
1.1. З періодичною виплатою відсотків	2.1. При використання фінансового інструменту невизначений період часу 2.1.1. За привілейованими акціями 2.1.2. За простими акціями зі сталим рівнем дивідендів 2.1.3. За простими акціями зі постійно зростаючим рівнем дивідендів 2.1.4. За простими акціями зі рівнем дивідендів, що коливається.
1.2. З виплатою усієї суми процентів при погашенні	2.2 При використання фінансового інструменту у продовж визначеного період часу
1.3. Реалізуємі з дисконтом без виплати процентів	

Ця формула є базовою математичною моделлю оцінки грошової вартості процентних облігацій.

Приклад. Визначте вартість облігації, випущеної на 10 років, до погашення залишилося 4 роки. Номінальна вартість – 200 грн., річна відсоткова ставка – 18 %, ринкова дохідність (ставка дисконтування) – 12 %.

$$P_{\text{обл.}} = \sum_{i=1}^{4} \frac{36}{(1+0{,}12)^i} + \frac{200}{(1+0{,}12)^4} =$$

$$= 36 \times \frac{1-(1+0{,}12)^{-4}}{0{,}12} + 200 \times 0{,}63552 = 236{,}45 \text{ (грн.)}.$$

Поточна ринкова вартість облігації становить 236,448 грн.

У разі виплати всієї суми процентів під час погашення облігації застосовується формула:

$$P_{\text{обл.к}} = \frac{N + C_k}{(1+r)^n}, \qquad (10.21)$$

де C_k – сума процентів за облігацією, яку буде нараховано під час її погашення за відповідною ставкою.

Приклад. Облігація мережі ресторанів «Форум» номіналом 80 грн. реалізується на ринку за ціною 60 грн. Погашення облігації і виплату процентів передбачено через 4 роки. Процентна ставка – 24 % річних, норма поточної дохідності за облігаціями такого типу – 18 %. Необхідно визначити поточну ринкову вартість облігації.

$$P_{\text{обл.к}} = \frac{80+19{,}2}{(1+0{,}18)^4} = 99{,}2 \times 0{,}51578 = 51{,}17 \text{ грн.}$$

Ціна продажу на ринку більша за поточну ринкову вартість (51,17 грн.), отже, інвестор, вклавши кошти в даний фінансовий інструмент, матиме меншу поточну дохідність, ніж у разі альтернативного розміщення коштів.

Для *облігацій з нульовим купоном (дисконтних)* поточна ринкова вартість визначається за формулою:

$$P_{\text{обл. д}} = \frac{N}{(1+r)^n} \qquad (10.22)$$

де n – кількість років, через які відбудеться погашення облігації.

Приклад. На ринку пропонуються дисконтні облігації відомої торговельної мережі номіналом 100 грн., строком обігу 90 днів і дохідністю 21 %. Необхідно визначити поточну ринкову вартість облігації.

$$P_{\text{обл.д.к}} = \frac{100}{\left(1+\frac{0{,}21\times 90}{365}\right)} = 95{,}077 \text{ (грн.)}.$$

Якщо період менше 1 року, то необхідно скорегувати з урахуванням кількості днів року, а n=1.

Моделі оцінки вартості акцій.

Оцінка поточної вартості привілейованих акцій пов'язана з приведенням доходів (фіксованих дивідендів) до поточної вартості і фактично може бути визначена за формулою

$$P_a = \frac{D}{\gamma}, \qquad (10.23)$$

де P_a – поточна ринкова вартість акцій;

D – річна сума постійних дивідендів;

r – норма дохідності акцій подібного класу ризику (десятковий дріб).

Таким чином, найпростішим варіантом оцінки поточної вартості привілейованих акцій є співвідношення величини дивідендів та ринкової норми дохідності за акціями подібного класу ризику.

Для спеціалістів фондового ринку важливою задачею є визначення вартості простих акцій, оскільки вони не мають гарантованого рівня доходів. Як відомо, доходами за акціями є дивіденди та капітальний приріст вартості акцій. Майбутні грошові потоки за простими акціями можуть складатися із суми нарахованих дивідендів – якщо акції використовуватимуться протягом невизначеного періоду часу, або із суми нарахованих дивідендів і прогнозної

вартості реалізації фондового інструменту – якщо акції використовуватимуться протягом заздалегідь обумовленого періоду часу.

У разі оцінювання поточної вартості простих акцій використовуються такі три варіанти прогнозування динаміки дивідендів:

а) дивіденди не змінюються – темп приросту дорівнює нулю;

б) дивіденди зростають з постійним темпом приросту;

в) дивіденди зростають зі змінним темпом приросту.

За умови *постійних виплат дивідендів* поточна ринкова вартість простих акцій визначається як і з привілейованих акцій, тобто:

$$P_a = \frac{D}{r}, \tag{10.24}$$

де P_a – поточна ринкова вартість акцій;

D – річна сума дивідендів;

r – норма дохідності акцій подібного класу ризику (десятковий дріб).

<u>*Приклад.*</u> Компанія сплачує річні дивіденди в розмірі 17 грн. на акцію, норма поточної дохідності за акціями даного типу становить 14 %. Яка має бути вартість акції?

$$P_a = \frac{17 \times 100}{14} = 121{,}4\,(\text{грн.})\,.$$

Для розрахунку *поточної вартості акцій з постійним приростом дивідендів* використовується так звана ***«модель Гордона»:***

$$P_a = \frac{D_0 \cdot (1+g)}{r-g}, \tag{10.25}$$

де g – річний темп приросту дивідендів, (десятковий дріб);

g = const;

D_0 – дивіденди, сплачені компанією протягом року.

У цій формулі $g < r$.

<u>*Приклад.*</u> Відомий торгово-промисловий холдинг протягом року виплатив дивіденди в розмірі 15 грн. на акцію. Щорічно дивідендні виплати зростають на 12,6 %, норма поточної дохідності за акціями даного типу становить 14 %. Яка має бути вартість акції?

$$P_a = \frac{15 \times (1+0{,}126) \times 100}{14-12{,}6} = 1206{,}43\,(\text{грн.}).$$

У разі *змінного темпу приросту дивідендів* (g = const) поточна вартість акцій розраховується за формулою:

$$P_a = \sum_{i=1}^{n} \frac{D_i}{(1+r)}, \tag{10.26}$$

де D_i – обсяг дивідендів, які інвестор прогнозує отримати в i-му періоді.

Приклад. Торговельна компанія «Сандора» виплатило за останній рік дивіденди в розмірі 0,24 грн. на акцію. Протягом другого року воно планує збільшити дивіденди на 3 %, третього – на 7 %, у подальшому планується постійне зростання дивідендів на 8 % річних. Необхідно оцінити вартість акції за умови, що норма дохідності акцій даного типу становить 12 %.

У даній задачі підприємство точніше визначає дивідендні виплати за перші три роки та здійснює прогноз постійного приросту дивідендів у безмежному періоді часу з урахуванням g (річного темпу приросту дивідендів). У подальшому оцінка поточної ринкової вартості акцій визначається дисконтуванням спрогнозованої сукупності дивідендів. Формула оцінки вартості акцій може мати такий вигляд:

$$P_a = P_1 + P_2 \cdot \frac{1}{(1+r)}. \qquad (10.27).$$

Спочатку визначимо рівень дивідендів, які сплачуються в перші три роки:

$$D_1 = 0{,}24;$$
$$D_2 = 0{,}24 \times 1{,}03 = 0{,}2472;$$
$$D_3 = 0{,}2472 \times 1{,}07 = 0{,}2645;$$
$$P_1 \frac{0{,}24}{(1+0{,}12)} + \frac{0{,}2472}{(1+0{,}12)^2} + \frac{0{,}2645}{(1+0{,}12)^3} = 0{,}5996..$$

У наступні роки підприємство планує щорічне збільшення дивідендів на 8 %, тому для визначення вартості акції використаємо формулу «Модель Гордона»:

$$P_2 = \frac{0{,}2645 \times (1+0{,}08)}{(0{,}12-0{,}08)} = 7{,}1415.$$

Оскільки показник P_2 дає оцінку вартості акції на кінець третього періоду, а необхідно знайти поточну вартість на початок першого періоду, здійснюється дисконтування:

$$P_a = 0{,}5996 + \frac{7{,}1415}{(1+0{,}12)^3} = 5{,}68279 (\text{грн.}).$$

Інвестори не завжди мають в своєму портфелі постійні обсяги і види певних фінансових інструментів; під впливом цілей інвестування відбувається зміна цінних паперів. Коли інвестор заздалегідь *прогнозує термін використання певних акцій*, їх *поточна ринкова вартість* може бути оцінена за формулою:

$$P_a = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{P_r}{(1+r)^n}, \qquad (10.28),$$

де D_t – обсяг дивідендів, які інвестор прогнозує отримати у t-му періоді;
P_r – прогнозна вартість реалізації акцій в кінці періоду її використання;
n – кількість періодів використання акції.

Приклад. Інвестор прогнозує, що в наступному році компанія отримає прибуток у розмірі 17 грн. на акцію. Частка прибутку, спрямованого на реінвестування, становить 60 %, необхідний рівень дохідності – 14 %. Прибуток, спрямований на розвиток виробництва, забезпечує отримання доходу в розмірі 18 %.

$$P_a = \frac{17 \times (1 - 0{,}6)}{0{,}14 - 0{,}6 \times 0{,}18} = 212{,}5\,(\text{грн.}).$$

Оцінка вартості акцій показує, що коли на ринку акції котируються за ціною, нижчою 212,5 грн., то вони недооцінені і є сенс вкладати в них кошти, у противному разі, відповідно, акції є переоціненими і придбання їх не має сенсу.

У разі прийняття рішення про доцільність придбання акції на основі рівня поточної дохідності інвестор, як правило, прогнозує довгострокові інвестиції в цей фінансовий актив. Тому сукупна дохідність у цьому разі, збігається з поточною дивідендною дохідністю.

Оцінка ризиків окремих. фінансових інструментів інвестування

Всі інвестиційні операції підприємства, пов'язані з використанням різних видів фінансових інструментів інвестування, є ризикованими, тому що очікуваний по них рівень інвестиційного доходу не може бути гарантований з повною визначеністю. Тому використовуючи в процесі інвестування той або інший фінансовий інструмент, необхідно в кожному конкретному випадку оцінювати його ризик.

Під ***ризиком окремого фінансового інструмента*** інвестування розуміється ймовірність відхилення фактичного інвестиційного доходу від очікуваної його величини в ситуації невизначеності динаміки кон’юнктури відповідного сегмента інвестиційного ринку й майбутніх результатів господарської діяльності його емітента.

Ризик окремих фінансових інструментів інвестування є складним, багатоаспектним поняттям як з позицій методів його оцінки, так і з позицій форм керування його нейтралізацією. Цей ризик характеризують наступні основні особливості:

1. *Інтегрований характер*. Ризик окремого фінансового інструмента інвестування, як і проектний ризик, концентрує в собі ряд конкретних видів інвестиційних ризиків, що вимагають елімінування в з оцінки. Тільки з урахуванням оцінки цих конкретних видів ризиків може бути визначений сукупний рівень ризику фінансового інструмента інвестування.

2. *Високий ступінь зв'язку з коливаннями кон’юнктури інвестиційного ринку й інших факторів зовнішнього інвестиційного середовища*. Прибутковість окремих фінансових інструментів в значно більшому ступені визначається умовами зовнішнього інвестиційного середовища в порівнянні із прибутковістю реальних інвестиційних проектів. Крім того, коливання рівня

прибутковості окремих фінансових інструментів інвестування характеризується значно меншими інтервалами часу (іноді істотні зміни цього показника під впливом зміни умов зовнішнього інвестиційного середовища відбуваються в лічені годинники). Ринковий ризик окремих фінансових інструментів інвестування носить непереборний для інвестора характер і тому вимагає індивідуальної оцінки в процесі інвестиційної діяльності підприємства.

3. *Високий ступінь зв'язку з майбутніми результатами діяльності емітента й зміною його фінансового стану*. У відмінності від реального інвестування, де рівень проектного ризику генерується значною мірою самим інвестором, ризик окремого фінансового інструмента інвестування формується в основному не інвестором, а емітентом. Цей індивідуалізований вид ризику кожного з фінансових інструментом інвестування залежить від галузевої приналежності емітента й регіону його діяльності, динаміки обсягу реалізації його продукції й суми операційного прибутку, рівня фінансової стійкості й платоспроможності, стратегічних змін його господарської діяльності й інших її параметрів. У той же час кожен інвестор має можливість прийняти або не прийняти на себе цей вид ризику шляхом альтернативного вибору фінансових інструментів, емітованих різними об'єктами господарювання. Наявність такої можливості визначає необхідність індивідуальної оцінки інвестором рівня ризику, пов'язаного з діяльністю емітента.

4. *Високий рівень варіабельності за окремими видами фінансових інструментів*. Рівень ризику окремих фінансових інструментів інвестування варіює в значно більше широкому діапазоні, чим рівень проектного ризику. Високий рівень варіабельності цього ризику властивий не тільки окремим видам фінансових інструментів інвестування, але й конкретним групам у розрізі емітентів. Значною мірою це визначає й високу варіабельність рівня доходу за фінансовими інструментами інвестування, формованого з урахуванням премії за ризик.

5. *Більш велика інформативна база оцінки*. Вплив до коливання кон’юнктури інвестиційного ринку й інших факторів зовнішнього інвестиційного середовища, а також змін у діяльності й фінансовому стані емітентів на рівень ризику окремих фінансових інструментів інвестування може бути відслідковано за весь період їхнього обігу (або обігу їхніх аналогів) на фондовому ринку за досить тривалий період. Джерелом такої інформації є фондові біржі, центри фінансових аналітиків, брокерські контори й інші установи інфраструктури ринку цінних паперів.

6. *Висока кореляція рівня ризику з періодом обігу фінансових інструментів інвестування.* Ризик, генерований індивідуальним фінансовим інструментом інвестування, перебуває у прямому корелятивному зв'язку із тривалістю його обігу (строком погашення). Це пов'язане зі зростанням невизначеності умов формування прибутковості фінансових інструментів з розширенням обрію їхнього обігу (що збільшує діапазон варіації рівня їхньої прибутковості, а відповідно й коефіцієнт варіації й середньоквадратичне його відхилення). Розглянута особливість визначає необхідність комплексної оцінки

рівня ризику, ліквідності й прибутковості окремих фінансових інструментів інвестування, які перебувають між собою в нерозривному зв'язку.

7. *Найважливіший елемент оцінки реальної вартості фінансового інструмента інвестування*. Очікувана норма прибутку за конкретним інструментом інвестування, яка використовується як дисконтна ставка в процесі оцінки його реальної вартості, не може бути сформована інвестором без обліку рівня властивого його ризику. Тільки на підставі попередньої оцінки рівня ризику окремого фінансового інструмента інвестування може бути обґрунтований розмір премії за ризик, що включає в норму прибутку, яка очікується інвестором.

8. *Найважливіший інструмент керування ризиком сукупного інвестиційного портфеля підприємства*. Оцінка рівня ризику окремого фінансового інструмента інвестування служить важливим інструментом формування сукупного інвестиційного портфеля підприємства відповідно до обраного підприємства ідеологією інвестиційної діяльності й характером його інвестиційного поводження. Тільки на основі оцінки ризику окремих фінансових інструментів інвестування можна вийти на цільові параметри формування інвестиційного портфеля по загальному рівні його ризику. При цьому варто мати через, що рівень портфельного ризику формується не як сума індивідуальних ризиків вхідних у його склад окремих фінансових інструментів інвестування, а як результат цілеспрямованої диверсифікованості портфеля, що дозволяє знижувати сукупний рівень його ризику.

Процес оцінки рівня ризиків окремих фінансових інструментів інвестування, вимагає попередньої класифікації цих ризиків, що здійснюється по наступних основних ознаках:

1. За видами: ринковий, інфляційний, відсотковий, ризик ліквідності, податковий, комерційний, структурний, інші вид ризику.

2. За джерелами виникнення: систематичний (створений під впливом факторів зовнішнього середовища і не залежить від діяльності емітентів) та несистематичний (залежить від господарської діяльності емітента та його фінансового стану.

3. *За фінансовими наслідками*: ризик тільки з фінансовими втратами, ризик з фінансовими витратами і додатковими втратам.

4. *За рівнем фінансових втрат*: припустимий, (у межах виплат та дивідендів), критичний (втрата доходу та реальної вартості фінансового інструменту), катастрофічний (втрата доходу та всього фінансового інструменту).

5. *За характером виникнення у часі*: постійний для окремих фінансових інструментів (відсотковий, інфляційний), тимчасовий ризик окремих фінансових інструментів (виникнення ризику внаслідок недостовірної інформації про емітента).

6. *За можливістю прогнозування*: прогнозований, та непрогнозований (наприклад, податковий; комерційний ризик внаслідок форс-мажорних обставин).

Етапи оцінки ризику з урахуванням його класифікації може бути проведено на основі таких етапів (рис.10.3).

Рис. 10.3 Етапи оцінки ризику фінансових інструментів інвестування.

1. Ідентифікація окремих видів ризику за кожними фінансовим інструментом. На цьому етапі за кожними фінансовим інструментом визначаються як систематичні, так і несистематичні види ризику. В результаті створюється портфель ризиків за кожним фінансовим інструментом і за напрямами систематичного і несистематичного ризиків.

2. Оцінка вірогідності виникнення ризикового випадку за окремими видами ризиків фінансового інструменту. Оцінка вірогідності ризикового випадку оцінюється на основі вже існуючої інформативної бази, якщо фінансовий інструмент має вже довготривалий термін обігу. У випадку появи нового фінансового інструменту експерти орієнтуються на аналогічні види фінансових інструментів. Також використовуються відомі економіко–статистичні, експертні та аналогові методи.

3. *Визначення розміру можливих фінансових втрат у випадку виникнення ризикового випадку за кожним фінансовим інструментом*. Розглядається діапазон коливань розміру поточного доходу фінансових інструментів та курсової вартості. За результатами оцінки коливань визначається розмір

можливих фінансових втрат з визначенням рівнів ризику (припустимий, критичний, катастрофічний) за кожним фінансовим інструментом.

4. *Оцінка загального рівня ризику окремих фінансових інструментів з його діленням на систематичний і несистематичний ризики*.

Для оцінки загального та несистематичного ризику використовують показники середньоквадратичного (стандартного) відхилення і коефіцієнта варіації. Для оцінки систематичного ризику використовують показник бета-коефіцієнт варіації.

5.*Співставлення рівня систематичного ризику окремих фінансових інструментів з очікуваним рівнем доходності по ньому*.

В основі оцінки адекватності показників полягає «Цінова модель капітальних активів» та її графічна інтерпретація «Лінія надійності ринку». При цьому використовують коефіцієнт альфа, що характеризує різницю між фактичною дохідністю та очікуваною дохідністю фінансового інструменту на основі «Лінії надійності ринку». Чим вище позитивне значення «коефіцієнта альфа», тим вище при інших рівних умовах інвестиційна привабливість фінансового інструменту.

6. *Ранжирування фінансових інструментів інвестування за рівнем ризик*. Ранжування здійснюється на основі показників загального рівня їх ризику, а також ризику систематичного і несистематичного. Рангові значення повинні зростати по мірі росту рівня ризику за фінансовим інструментом.

Таким чином заключні висновки інвестор робить на основі його критеріїв ризику та адекватності вір відношення рівня ризику і дохідності.

Питання для перевірки знань

1. Дайте визначення фінансовим інвестиціям. Які основні особливості управління фінансовими інвестиціями?
2. Які існують основні форми фінансового інвестування?
3. Що забезпечує політика управління фінансовими інвестиціями? Які етапи її формування?
4. Що визначає оцінка інвестиційних якостей фінансових інструментів? Яка їх класифікація?
5. Які є основні параметри оцінки інвестиційних якостей акцій та облігацій?
6. За якими показниками оцінюють фінансовий стан емітента?
7. Які показники характеризують стан обігу акцій на фондовому ринку?
8. Яким чином оцінюють умови емісії акцій та облігації у країнах з розвинутою економікою?
9. Охарактеризуйте систему основних моделей оцінки реальної вартості окремих видів фінансових інструментів інвестування.
10. Що розуміють під ризиком окремого фінансового інструмента інвестування? Які його особливості?

11. Яким чином класифікують ризики фінансових інструментів інвестування?

12. Які існують етапи оцінки ризику окремих фінансових інструментів?

Рекомендована література для вивчення теми: [7, 8, 11-13, 16-18, 21-23, 27, 29, 32].

ТЕМА 11. ПОНЯТТЯ ПОРТФЕЛЯ ФІНАНСОВИХ ІНВЕСТИЦІЙ І КЛАСИФІКАЦІЯ ЙОГО ВИДІВ

11.1. Поняття портфеля фінансових інвестицій, його класифікація.
11.2.Оперативне управління портфелем фінансових інвестицій.

11.1. Поняття портфеля фінансових інвестицій, його класифікація

Сучасне фінансове інвестування безпосередньо пов'язане з формуванням «інвестиційного портфеля». Воно базується на тому, що більшість інвесторів обирають для здійснення фінансового інвестування більше, ніж один фінансовий інструмент, тобто формують певну їх сукупність. Цілеспрямований підбір таких інструментів представляє собою процес формування інвестиційного портфеля.

Інвестиційний портфель представляє собою цілеспрямовано сформовану сукупність фінансових інструментів, що призначені для здійснення фінансового інвестування у відповідності до розробленої інвестиційної політики.

Оскільки на переважній більшості підприємств єдиним видом фінансових інструментів інвестування є цінні папери, для таких підприємств поняття «інвестиційний портфель» ототожнюється з поняттям «фондовий портфель» (або «портфель цінних паперів»).

Головною метою формування інвестиційного портфеля є забезпечення реалізації основних напрямів політики фінансового інвестування підприємства шляхом підбору найбільш доходних і безпечних фінансових інструментів.

Основне завдання портфельного інвестування полягає в поліпшенні умов інвестування, недосяжних з позиції окремо взятої коштовного цінного паперу й можливих тільки при їхній комбінації.

Успішно здійснити керування можна за допомогою диверсифікованості цінних паперів, які входять у портфель. Окремі фахівці оцінюють оптимальну величину фондового портфеля від 8 до 15 видів різних цінних паперів При більшій кількості типів цінних паперів фондовий портфель стає важкокерованим.

З урахуванням сформульованої головної мети будується система конкретних локальних цілей формування інвестиційного портфеля, основними з яких є:

– забезпечення високого рівня формування інвестиційного доходу в поточному періоді;

– забезпечення високих темпів приросту інвестованого капіталу у довгостроковій перспективі;

– забезпечення мінімізації рівня інвестиційних ризиків, пов'язаних з фінансовим інвестуванням;

– забезпечення необхідної ліквідності інвестиційного портфеля;

– забезпечення максимального ефекту «податкового щита» в процесі фінансового інвестування.

Розглянемо сучасні підходи до типізації інвестиційних портфелів підприємства, що забезпечують реалізацію конкретних форм його політики фінансового інвестування. Така типізація проводиться за низкою основних ознак (рис. 11.1).

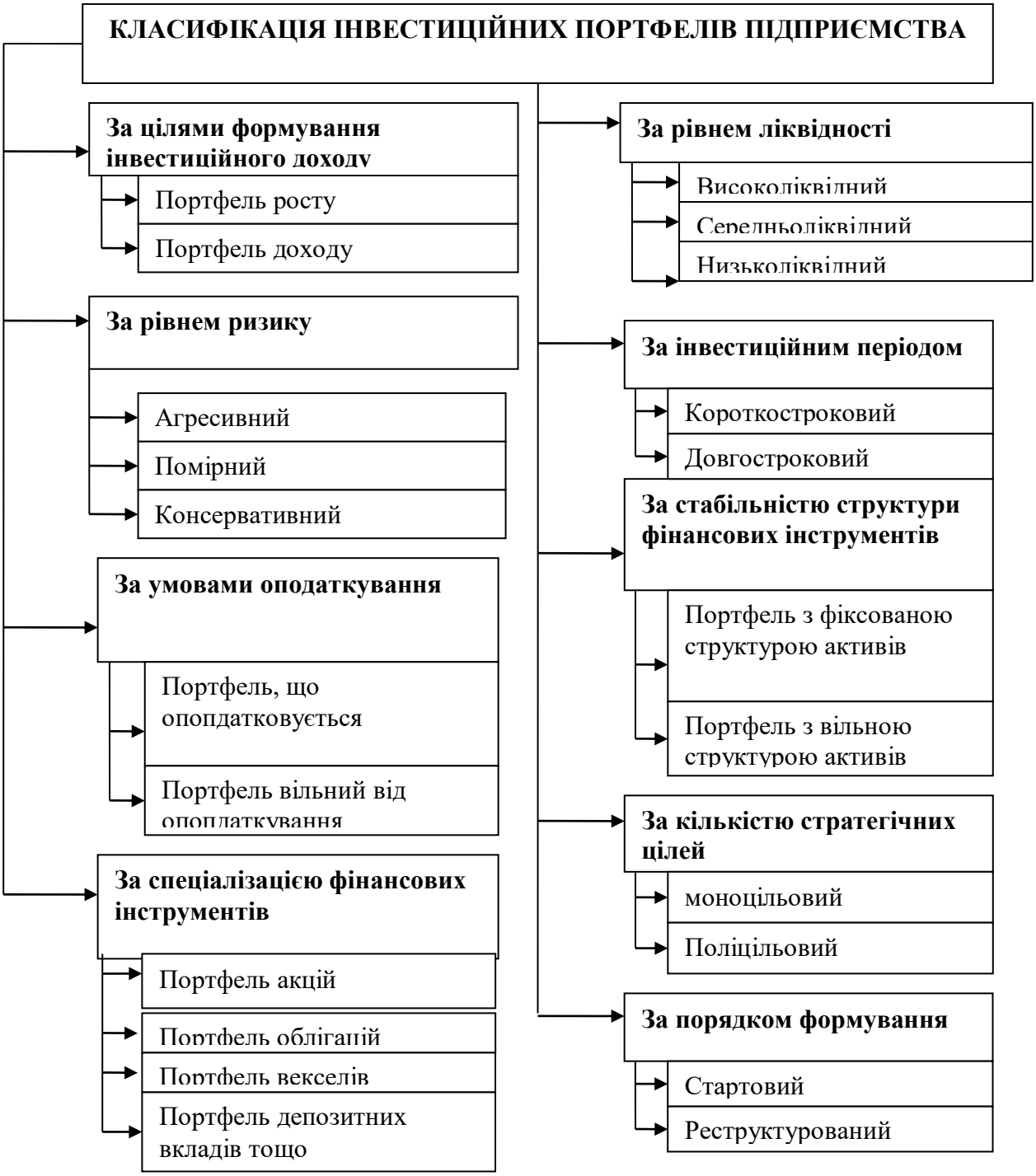

Рис. 11.1. Типізація інвестиційних портфелів підприємства за ознаками

1. *<u>По цілям формування інвестиційного доходу</u>* розрізняють два основних типи інвестиційного портфеля – портфель доходу й портфель росту.

Портфель доходу являє собою інвестиційний портфель, сформований за критерієм максимізації рівня інвестиційного прибутку в поточному періоді поза залежністю від темпів приросту інвестованого капіталу в довгостроковій перспективі. Іншими словами, цей портфель орієнтований на високу поточну віддачу інвестиційних витрат, незважаючи на те, що в майбутньому періоді ці витрати могли б забезпечити одержання більше високої норми інвестиційної при| минулому на вкладений капітал.

Портфель росту являє собою інвестиційний портфель, сформований за критерієм максимізації темпів приросту інвестованого капіталу в майбутній довгостроковій перспективі поза залежністю від рівня формування інвестиційного прибутку в поточному періоді. Іншими словами, цей портфель орієнтований на забезпечення високих темпів росту ринкової вартості підприємства (за рахунок приросту капіталу в процесі фінансового інвестування), тому що норма прибутку при довгостроковому фінансовому інвестуванні завжди вище, при короткостроковому, формування такий інвестиційний портфель можуть дозволити собі лише досить стійкі у фінансовому відношенні підприємства.

2. *<u>За рівнем прийнятих ризиків</u>* розрізняють три основних портфеля : агресивний (спекулятивний) портфель, помірний (компромісний) портфель і консервативний портфель. Така типізація портфелів заснована на диференціації рівня інвестиційного ризику., на який згоден йти окремий інвестор

Агресивний (спекулятивний) портфель являє собою інвестиційний портфель, сформований за критерієм максимізації поточного доходу або приросту інвестованого капіталу поза залежністю від відповідного його рівня інвестиційного ризику. Він дозволяє одержати максимальну норму інвестиційного прибутку на вкладений капітал, однак цьому супроводжує найвищий рівень інвестиційного ризику, при якому інвестований капітал може бути загублений повністю або в значній частині.

Помірний (компромісний) портфель являє собою сформовану сукупність фінансових інструментів інвестування, за яким загальний рівень портфельного ризику наближений до середньоринкового, як і норма прибутку на вкладений капітал.

Консервативний портфель, портфель, який сформований за критерієм мінімізації рівня інвестиційного ризику та забезпечує вищий рівень безпеки інвестора.

3.<u>За рівнем ліквідності</u>: високоліквідний, середньо ліквідний та низьколіквідний.

Високоліквідний портфель формується із короткостроковиз фінансових інструментів, а із довгострокових з високим рівнем доходу із постійним попитом.

Середньоліквідний портфель включає фінансові інструменти як із високим рівнем доходу, так і з середнім, які менше користуються попитом і з нерегулярною частотою купівлі-продажу.

Низьколіквідний портфель формується, як правило з облігац2ій з високим періодом погашення або акцій, що забезпечують більш високий рівень інвестиційного доходу, але не користуються великим попитом.

4. За інвестиційним періодом розрізняють портфелі: короткостроковий та довгостроковий.

Короткостроковий портфель формується на основі фінансових активів, що використовують протягом року.

Довгостроковий портфель формує фінансові активи, які інвестор використовує більше одного року. Цей тип портфелю допомагає у вирішенні стратегічних завдань підприємства.

5. *За умовами оподаткуванні інвестиційного доходу*.

Портфель, який підлягає оподаткуванню. Він складається із фінансових інструментів, дохід за якими підлягає оподаткуванню на загальних умовах відповідно до законодавства країни.

Портфель, вільний від оподаткування. Він складається із загальних умовах відповідно до законодавства країни (державні та муніципальні облігації).

6. За стабільністю структури фінансових інструментів: з фіксованою та гнучкою структурою активів.

Портфель з фіксованою структурою фінансових інструментів включає фінансові інструменти, питома вага яких залишається незмінною впродовж довгого часу.

Портфель з гнучкою структурою фінансових інструментів включає фінансові інструменти, питома вага яких є рухливою і змінюється під впливом факторів зовнішнього середовища або цілей здійснення фінансових інвестицій.

7. *За спеціалізацією фінансових інструментів* можна класифікувати інвестиційні портфелі підприємства за спеціалізацією основних видів фінансових інструментів інвестування:

Портфель акцій ставить ціллю забезпечення високих темпів приросту інвестованого капіталу у довгостроковій перспективі.

Портфель облігацій направлений на забезпечення високого доходу, мінімізації ризику та отримання «податкового щита» у процесі фінансового інвестування.

Портфель векселів дозволяє отримати поточний дохід у короткостроковому періоді за рахунок ефективного використання тимчасово вільного залишку грошових активів.

Портфель міжнародних інвестицій направлений на мінімізацію ризику портфелю і здійснюється інституціональними інвесторами.

Портфель депозитних вкладів дозволяє забезпечити необхідну ліквідність, отримати поточний інвестиційних дохід та мінімізувати рівень інвестиційного ризику.

8.За кількістю стратегічних цілей.

Моноцільовий включає фінансові інструменти, які направлені на досягнення однієї стратегічної мети(забезпечення отримання поточного доходу, забезпечення приросту інвестує мого капіталу, мінімізація інвестиційного ризику тощо)

Поліцільовий направлений на вирішення ряду стратегічних завдань .У сучасній інвестиційній практиці найбільш часто здійснюється формування комбінованого портфеля за першими двома ознаками – цілям формування інвестицій та рівню ризиків, що приймаються. Такими основними варіантами комбінованих типів інвестиційних портфелів є:

– агресивний портфель доходу (портфель спекулятивного доходу);
– агресивний портфель зростання (портфель прискореного зростання);
– помірний портфель доходу (портфель нормального доходу);
– помірний портфель зростання (портфель нормального зростання);
– консервативний портфель доходу (портфель гарантованого доходу);
– консервативний портфель росту (портфель гарантованого росту).

Діапазон комбінованих типів інвестиційних портфелів може бути розширений в ще більшому ступені за рахунок їх варіантів, які мають проміжне значення цілей фінансового інвестування.

11.2. Оперативне управління портфелем фінансових інвестицій

У теорії й практиці керування портфелем існують два підходи: *традиційний і сучасний.*

Традиційний підхід ґрунтується на фундаментальному й технічному Аналізе фондового ринку. Він наголошує на широку диверсифікованість цінних паперів за галузями господарства. В основному здобуваються папери відомих промислових компаній, які мають стійке фінансове становище.

На основі вивчення їхньої минулої діяльності передбачається, що у майбутньому вони будуть мати позитивні фінансові результати. Крім того, ураховується більше висока ліквідність цінних паперів (акцій й облігацій), можливість купувати й продавати їх у великій кількості, що створює економію на комісійних виплатах фінансовим посередникам.

Загальне правило для обережних інвесторів, які володіють можливостями вибору об'єктів інвестування, говорить: свої вкладення доцільно розподіляти між різними видами активів, що показали за останні 5-10 років різну тісноту зв'язку кожного активу із загальноринковими цінами та протилежний діапазон коливань цін на фондові інструменти усередині портфеля.

З таким портфелем цінних паперів ризик несподіваних збитків мінімальний. Однак питання про одержання максимально можливого прибутку залишається відкритим.

Основи традиційної теорії керування портфелем розробили західні вчені У. Шарп і Г. Марковіц. Її основні положення зводяться до наступного:

1) успіх інвестування в цінні папери, головним чином, пов'язаний із прибутковим розподілом засобів за типами фінансових активів.

Практика показує, що прибуток інвестора визначається:

– на 94 % – вибором типу використовуваних фондових інструментів (акції відомих промислових компаній, довгострокові корпоративні облігації, короткострокові казначейські векселі федерального уряду й т.д.);

– на 4 % – вибором конкретних цінних паперів даного типу (наприклад, звичайних або привілейованих акцій піонерних компаній);

– на 2 % – оцінкою моменту придбання цінних паперів.

Даний феномен порозумівається тим, що цінні папери одного типу помітно корелюють, тобто якщо дана галузь випробовує, спад виробництва, то збиток інвестора не дуже залежить від того чи переважають у його портфелі цінні папери тієї або іншої компанії галузі.

2) ризик інвестицій у певний тип фондових інструментів визначається ймовірністю відхилення прибутку від очікуваного значення. Її прогнозоване значення можна визначити на основі статистичних даних про динаміку прибутку від інвестицій за попередні роки, а ризик як середньоквадратичне відхилення від очікуваного прибутку.

3) загальна прибутковість і ризик інвестиційного портфеля може змінитися шляхом варіювання його структури.

Розроблено різні програми, що дозволяють конструювати бажану пропорцію фінансових активів різних типів. Наприклад, моделі, що мінімізують ризик при заданому рівні очікуваного прибутку, і, навпаки, моделі, які максимізують прибуток при заданому рівні ризику.

Звичайно, всі моделі, використовувані при формуванні фондового портфеля, носять імовірнісний характер.

Констатування портфеля відповідно до вимог класичної теорії можливо тільки при наявності ряду факторів:

– розвиненого ринку цінних паперів;

– наявності статистики цін на фондові інструменти за ряд останнього років;

– рівнодоступності фінансової інформації для всіх потенційних інвесторів.

Сучасна теорія портфеля базується на використанні статистичних і математичних методів. Її відмінність від традиційного підходу полягає у взаємозв'язку між ринковим ризиком і доходом. Якщо інвестор прагне одержати більше високий доход, то він змушений сформувати фондовий портфель, що складається з високоризикованих цінних паперів (молодих і зростаючих за обсягом продажів компаній).

Використання такого підходу вимагає певного комп'ютерного й математичного забезпечення. У ряді випадків інвестиційної стратегії акціонерних компанії відповідає комбінований підхід до керування портфелем (сполучення традиційного й сучасного методів).

При керуванні портфелем цінних паперів більшу роль грає організація моніторингу портфеля.

Криві байдужості інвестора

Метод, який застосовується для вибору найбажанішого портфеля, використовує так звані криві байдужості. Ці криві відображають відношення інвестора до сподіваної прибутковості й ризику і подаються у вигляді графіка, де на осі абсцис відкладається міра ризику (σ_P), а на осі ординат – розмір винагороди, мірою якого є очікувана прибутковість – $E(R_P)$.

Графік кривих байдужості гіпотетичного інвестора подано на рис. 11.2.

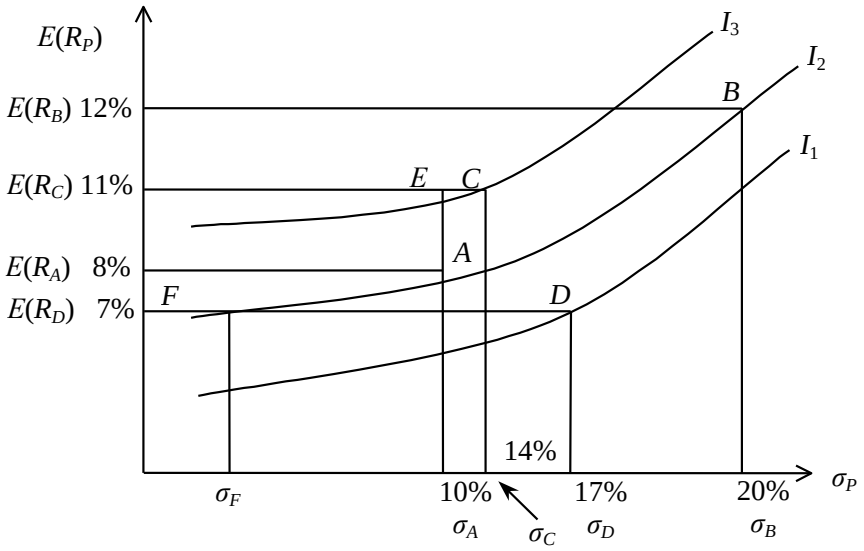

Рис. 11.2. Криві байдужості інвестора

Кожна крива байдужості включає всі комбінації портфелів, які забезпечують заданий рівень бажань інвестора. Наприклад, інвестор вважатиме портфелі *A* і *B* рівноцінними, незважаючи на те, що вони мають різну сподівану прибутковість і стандартні відхилення, оскільки обидва ці портфелі лежать на одній кривій байдужості – I_2.

Як видно з графіка на рис. 6.1, портфель *B* є ризикованішим (стандартне відхилення в нього 20% проти 10% у портфеля *A*), проте має вищу сподівану прибутковість (12% проти 8% у портфеля *A*).

Звідси випливає перша важлива властивість кривих байдужості:

Всі портфелі, що лежать на одній заданій кривій байдужості, є рівноцінними для інвестора.

Наслідком цієї властивості є те, що криві байдужості не можуть перетинатися.

Другою важливою властивістю кривих байдужості є ось що:

Інвестор вважатиме будь-який портфель, що лежить на кривій байдужості, розташованій вище і лівіше, привабливішим, ніж будь-який портфель, що лежить на кривій байдужості, розташованій нижче і правіше.

Усякий інвестор має теоретично нескінченну кількість кривих байдужості. Це означає, що як би не були розташовані дві криві байдужості на графіку, завжди є можливість побудови третьої кривої, що лежатиме чи між ними, чи вище, чи нижче.

Інвестор, який робить вибір між двома ідентичними у всьому портфелями, вибирає портфель з більшою очікуваною прибутковістю.

У портфельній теорії Марковіца робиться два припущення – про ненасичуваність інвестора і про запобігання інвестором ризику.

Припущення про ненасичуваність означає, що інвестор завжди віддає перевагу більш високому рівню добробуту. Наприклад, коли є два портфелі *A* і *E* з однаковими стандартними відхиленнями, то інвестор вибере портфель *E* з більшою сподіваною прибутковістю (рис. 11.2).

Припущення про запобігання інвестором ризику означає, що він вибирає менш ризикований портфель. Якщо інвестору треба вибирати між портфелями, що мають однаковий рівень очікуваної прибутковості (на рис. 11.2 портфелі *D* і *F*), та водночас мають різні стандартні відхилення як міри ризикованості портфелів, то він вибирає портфель з нижчим стандартним відхиленням – портфель *F*.

Що означає, що інвестор уникає ризику? Те, що інвестор, не захоче вибрати «чесну гру», за якою, за визначенням, сподівана винагорода дорівнює 0. Інвестор, який уникає ризику, інстинктивно уникатиме цієї гри. Це пояснюється тим, що «кількість розчарування» при потенційному програші в нього виявляється вищою, ніж «кількість задоволення» при потенційному виграші.

Ці два припущення про ненасичуваність і уникнення ризику є причиною опуклості кривої байдужості.

Незважаючи на припущення, що всі інвестори уникають ризику, міра уникнення в них неоднакова. Наприклад, інвестори, які уникають ризику високою мірою, матимуть більш крутіший нахил кривих байдужості, ніж ті, які уникають нижчою мірою.

Припущення, що інвестор уникає ризику, є цілком резонним, але не є необхідним. Замість цього можна зробити припущення про азартність і нейтральність щодо ризику.

Якщо інвестор азартний і зіткнеться з «чесною грою», то він вважатиме за краще взяти в ній участь, оскільки він отримує більше задоволення від виграшу, ніж розчарування від програшу. При виборі двох інвестиційних портфелів азартний інвестор за однакової очікуваної прибутковості вибере той, що має більше стандартне відхилення.

Є підстави передбачити, що крива байдужості азартного інвестора (рис. 11.3) матиме негативний нахил, тобто він надає перевагу портфелю, який знаходиться вище і правіше від інших (точка *B*), що пояснюється бажанням отримати максимальний прибуток при максимальному ризику.

Випадок нейтральності до ризику знаходиться між випадками уникнення ризику та азартності. Нейтральному до ризику інвестору все одно, брати участь у «чесній грі» чи ні. Це означає, що ризик, чи радше стандартне відхилення не є важливим для інвестора при оцінці портфеля. Крива байдужості такого інвестора буде горизонтальною лінією (рис. 11.4). Такий інвестор вважає за ліпше вибирати портфелі, розташовані на кривих байдужості більш високо, тобто мають максимальну сподівану прибутковість (точка *B*).

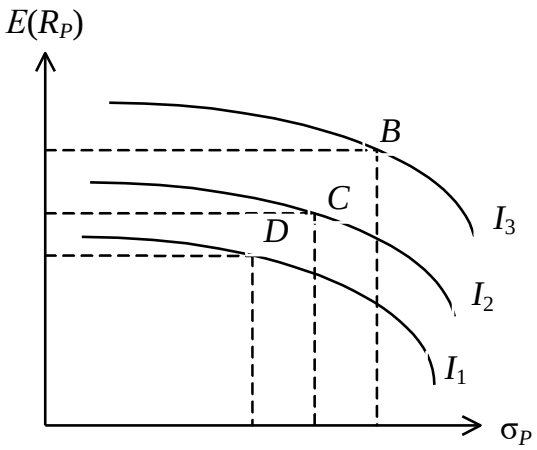

Рис. 11.3. Графік кривих байдужості азартного інвестора

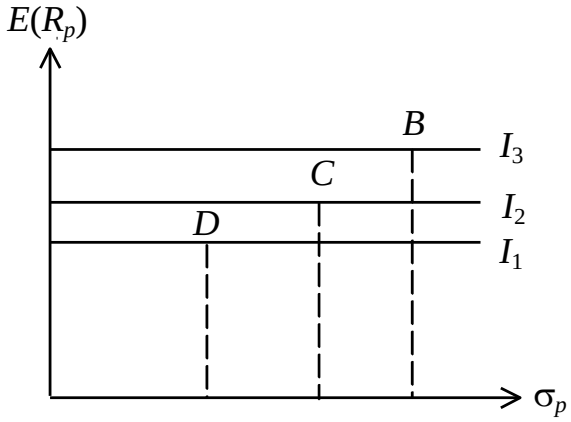

Рис. 11.4. Графік кривих байдужості інвестора, нейтрального до ризику

Визначення цілей фінансового інвестування й типу інвестиційного портфеля, що реалізує обрану політику, дозволяє перейти до безпосереднього формування інвестиційного портфеля шляхом включення в нього відповідних фінансових інструментів. Процес формування інвестиційного портфеля здійснюється за наступними основними етапами (рис. 11.5).

1.Вибір портфельної стратегії і типу інвестиційного портфелю.

Визначається зміст портфельної стратегії, визначаються цілі з урахуванням заданих параметрів рівня очікуваної його дохідності і ризику. Обирається тип портфелю Останнім часом це поліцільовий портфель, то визначаються більш вагомі ознаки типізації портфелю.

При цьому у першу чергу, приймають до уваги критерій дохідності (визначають портфель росту або доходу. На другому кроці визначають характер ризиків (агресивний, помірний, консервативний портфель). На третьому кроці типізують портфель за рівнем ліквідності (високо, скаредне або низько ліквідний портфель). Також враховують й інші ознаки його формування (інвестиційний період, типізація портфелю, спеціалізація портфелю тощо).

2. Оцінка фінансового інструменту інвестування за показниками рівня дохідності, ризику і взаємної коваріації.

Рис. 11.2. Основні етапи формування портфеля фінансових інвестицій

Оцінка рівня ризику та дохідності окремих фінансових інструментів розглянута раніше.

Оцінка взаємної коваріації окремих фінансових інструментів здійснюється на основі використання статистичних методів. ***Коваріація*** – це статистична характеристика що характеризує міру подібності або розходжень двох величин у динаміці, за амплітудою та напрямами змін. Для визначення даної величини використовують коефіцієнт кореляції.

$$KK_f = \sum P_{1,2}\left(\frac{D1-\overline{D1}}{\sigma 1}\right)\times\left(\frac{D2-\overline{D2}}{\sigma 2}\right), \qquad (11.1)$$

де KK_f – коефіцієнт кореляції дохідності двох фінансових інструментів;

$P_{1,2}$ – вірогідність виникнення можливих варіантів відхилення за кожним фінансовим інструментом;

D1 – варіанти рівня дохідності першого фінансового інструменту у процесі його коливань;

D2 – варіанти рівня дохідності другого фінансового інструменту у процесі його коливань;

$\overline{D1}$ – середній рівень дохідності за першим фінансовим інструментом;

$\overline{D2}$ – середній рівень дохідності за другим фінансовим інструментом;

$\sigma 1, \sigma 2$ – середньоквадратичне відхилення дохідності відповідно до першого та другого фінансового інструменту.

Цей коефіцієнт приймає значення від +1 (позитивні кореляція між величинами) до -1 (негативна кореляція між величинами).

На основі цих розрахунків інвестор приймає рішення, які фінансові інструменти відповідають його критеріям.

3. Відбір фінансових інструментів у портфель з урахуванням їх впливу на рівень дохідності і ризику портфеля.

У процесі відбору визначають *ступінь впливу рівня дохідності* окремого фінансового інструменту на очікуваний показник рівня дохідності портфелю.

$$ВД_ф = УД_ф - УД_п \ , \qquad (11.2)$$

де $ВД_ф$ – ступінь впливу рівня дохідності окремого фінансового інструменту на очікуваний показник рівня дохідності портфелю;

$УД_ф$– очікуваний показник рівня дохідності окремого фінансового інструменту;

$УД_п$ – очікуваний показник рівня дохідності портфелю.

Отже, якщо отримують позитивне значення, то це сприяє росту дохідності портфелю, і навпаки, якщо отримують негативне значення – це негативно впливає і знижує рівень дохідності інвестиційного портфелю у цілому. Це значення характеризує кількісну оцінку міри впливу на портфель.

Ступінь впливу ризику можна розглядати за показником ступеню впливу рівня ризику.

$$ВР_ф = \frac{КК_{фп} - \sigma_{ДП}^{2}}{\sigma_{ДП}} \ , \qquad (11.3)$$

де ВР – ступінь впливу рівня ризику окремого фінансового інструменту інвестування на рівень ризику портфелю;

$КК_ф$ – коефіцієнт кореляції коливань дохідності фінансового інструменту і дохідності портфелю, що відображає характер його коваріації;

σ^2 – дисперсія дохідності портфелю;

σ – середньоквадратичне відхилення дохідності портфелю.

Для визначення можливості виникнення систематичного ризику та ступеню його впливу слід врахувати бета-коефіцієнт за кожними фінансовим інструментом, що відобразить чутливість фінансових інструментів до змін ринкової кон'юнктури.

Отже, у процесі відбору фінансових інструментів до портфелю вирішуються такі завдання:

- забезпечується заданий рівень дохідності та ризику;
- створюється можливість диверсифікації портфелю;
- формується сукупність фінансових інструментів зі від'ємною взаємною кореляцією;
- формується сукупність фінансових інструментів з найменшим рівнем систематичного ризику;
- забезпечуються інші параметри портфелю відповідно до обраних параметрів його типізації.

Приклад структурування портфеля за видами фінансових інструментів інвестування наведений в таблиці 11.1. У першу чергу визначається загальне співвідношення пайових та боргових фінансових інструментів у портфелі. Потім у межах кожної з груп визначається перелік та частка окремих видів фінансових інструментів. І останнім кроком є визначання коротко та довгострокових фінансових інструментів за кожним їх видом.

Таблиця 11.1 – Альтернативна структура портфеля за видами фінансових інструментів, %

Види фінансових інструментів	Тип портфеля		
	Консервативний	Помірний (компромісний)	Агресивний (спекулятивний)
Державні короткострокові облігації	45	30	-
Державні довгострокові облігації	35	25	15
Довгострокові облігації підприємств	15	25	35
Прості акції	5	20	50
Всього	100	100	100

4. Оптимізація портфелю, що спрямована на зниження рівня його ризику

Цей етап характеризується проведенням диверсифікації фінансових інструментів портфелю та визначенням його коваріації. Звертається увага на фінансові інструменти зі від`ємною кореляцією, які знижують портфельний ризик.

Окремі фахівці оцінюють оптимальну величину інвестиційного (фондового) портфеля від 8 до 15 видів різних цінних паперів При більшій кількості типів цінних паперів управляти фондовим портфелем дуже важко.

5. Оцінка основних параметрів сформованого інвестиційного портфелю. Ця оцінка показує ефективність інвестиційного портфелю.

Рівень дохідності портфелю розраховується наступним чином:

$$УД_{П} = \sum УП_i \times У_i \ , \qquad (11.4)$$

де $УД_{П}$ – рівень дохідності інвестиційного портфелю;

$УД_i$ – рівень дохідності окремих фінансових інструментів у портфелі;

$У_i$ – питома вага окремих фінансових інструментів у сукупній вартості інвестиційного портфелю, десятковий дріб.

Рівень ризику інвестиційного портфеля по акціонерній компанії в цілому визначається по формулі (11.5):

$$У_{piп} = \sum_{t=1}^{n} УСР_i \times У_i + УНР_{iп} \ , \qquad (11.5)$$

де Уріп – рівень ризику інвестиційного портфеля в цілому, %;

УСРі – рівень систематичного ризику фондових інструментів і-го виду, вимірюваний за допомогою В-коефіцієнта або в іншому порядку, прийнятому акціонерною компанією, %;

УНРіп – рівень несистематичного ризику інвестиційного портфеля, досягнутий у процесі його диверсифікованості, %;

Уі – питома вага фондового інструмента і-го виду в обсязі інвестиційного портфеля, частки одиниці;

n – загальна кількість видів фондових інструментів, що входять у портфель (1 = 1,2.3, ..., n).

За умовами нестійкості ринку необхідно ще проаналізувати додатково показник ліквідності портфелю.

Інвестиційний портфель, який відповідає цільовим критеріям як за типом, так і складом фінансових інструментів становить собою «збалансований стартовий інвестиційний портфель»

Управління інвестиційними грошовими потоками пов’язано не лише з формуванням, але й з постійною оперативною реструктуризацією портфеля фінансових інвестицій.

Під оперативним управлінням реструктуризацією портфеля фінансових інвестицій розуміють обґрунтування і реалізацію управлінських рішень, що забезпечують підтримання цільової інвестиційної спрямованості сформованого портфеля за параметрами його доходності, ризику і ліквідності шляхом ротації окремих його інструментів.

У процесі оперативного управління реструктуризацією портфеля фінансових інвестицій основну увагу має бути приділено виявленню динаміки факторів, які впливають на зниження рівня доходності, ризику і ліквідності фінансових інструментів, які входять до складу портфеля підприємства. Існують основні фактори, які негативно впливають на рівень доходності фінансових інструментів інвестування:

1. Зниження рівня дивідендів внаслідок зменшення суми емітента,
2. Зниження темпів приросту вартості чистих активів емітента.
3. Кон'юнктурний занепад галузі, за якою емітент здійснює операційну діяльність.
4. Суттєве завищення ринкової ціни фінансового інструменту над реальною його вартістю у момент придбання його інвестором.
5. Загальний спад кон'юнктури ринку.
6. Спекулятивна гра учасників фондового ринку, яка характеризується переходом від «ринку биків» до «ринку ведмедів».
7. Зростання рівня оподаткування інвестиційного доходу за пайовими фінансовими інструментами.
8. Підвищення темпів інфляції і банківського проценту тощо.

Теорія оперативного управління портфелем фінансових інструментів інвестування виділяє два принципових підходи до здійснення цього управління – ***пасивний та активний***. Ці підходи розрізняються як задачами, так і методами оперативного управління портфелем.

Пасивний підхід до управління портфелем ґрунтується на принципі «слідування у фарватері ринку». Практична реалізація цього принципу означає, що реструктуризація портфеля фінансових інвестицій має чітко відображати тенденції кон'юнктури фондового ринку. Послідовники цього підходу вважають, що ефективність портфеля на 90% забезпечується структурою видів фінансових інструментів і лише на 10% – конкретними їх різновидами у рамках окремих видів. В найбільшій мірі пасивний підхід відображає менталітет формування консервативного типу портфеля.

Активний підхід до управління портфелем ґрунтується на принципі «випередження ринку». Практична реалізація цього принципу означає, що реструктуризація портфеля фінансових інвестицій має базуватися на прогнозних розрахунках ринкової кон'юнктури, а не відображати поточну її динаміку. Активний метод передбачає також глибоку індивідуалізацію методів прогнозування кон'юнктури фондового ринку, заснованого переважно на фундаментальному його аналізі. В найбільшій мірі активний підхід до управління портфелем відображає менталітет агресивного його формування.

При пасивному підході до оперативного управління портфелем основна увага приділяється забезпеченню глибокої його диверсифікації у рамках окремих видів фінансових інструментів. Одним із методів, характерних для цього підходу до управління, є також імунізація портфеля, спрямована *на зменшення відсоткового ризику по борговим цінним паперам.* Сутність цього методу полягає в підборі до портфелю боргових цінних паперів з періодом

обігу, в рамках якого відсоткова ставка на фінансовому ринку прогнозується незмінною.

При активному підході до оперативного управління портфелем основна увага приділяється *пошуку і придбанню недооцінених фінансових інструментів інвестування*.

Цей підхід використовує так званий «Метод Грехема» – інвестиційну теорію, яка стверджує, що найбільш ефективною стратегією управління є формування портфеля за рахунок таких фондових інструментів, ринкові ціни на які нижчі за їх реальну внутрішню вартість (вирахувану на основі оцінки вартості чистих активів компанії). Основні етапи операційного управління інвестиційним портфелем можна визначити за такими етапами (табл. 11.2).

Таблиця 11.2 – Характеристика етапів операційного управління портфеля реструктуризацією фінансових інвестицій

Назва етапу	**Характеристика**
1. Моніторинг	Організація моніторингу умов економічного розвитку країни та кон'юнктури інвестиційного ринку у межах окремих його сегментів. Моніторинг здійснюється постійно та приймаються до уваги динамічні зрушення основних факторів, які сприяють зміні дохідності, ризику та ліквідності портфелю.
2. Операційний аналіз інвестиційного портфелю за критеріями інвестора	Проведення аналізу за критеріями ризику, дохідності та ліквідності у динаміці. У процесі аналізу визначаються тенденції основних параметрів портфелю, їх відповідності до цілей його формування та оптимальності до ринкової шкали «дохідність-ризик» і «дохідність – ліквідність».
3. Прийняття рішення щодо вибору принципових підходів реструктуризації	Вибір принципових підходів до управління, а саме: пасивний або активний, які відрізняються задачами методами операційного управління. Наприклад активний підхід відображує більш агресивний тип поведінки інвестора, що характеризується більшим рівнем ризику, а пасивний підхід відображає менталітет формування консервативного типу портфелю, який допомагає знизити ризик, хоча й отримати можливо менші доходи.
4. Реструктуризація портфелю	Проведення реструктуризації портфелю за основними видами фінансових інструментів інвестування. В основі лежить визначення фіксованого або змінного співвідношення спекулятивної і консервативної частки портфелю. За першим напрямом використовують методи пасивного підходу управління . У другому випадку – активного підходу управління.
5. Реструктуризація портфелю за окремими видами фінансових інструментів	При пасивному управлінні звертають увагу на глибоку диверсифікацію портфелю за кожним фінансовим інструментом та зменшення частки боргових фінансових інструментів. При активному управлінні використовують «Метод Грехема».
6. Термін реструктуризації операцій.	Визначення терміну проведення реструктуризації портфелю. У межах етапу прогнозують короткострокові кон'юнктурні цикли (на основі методів технічного аналізу) та визначенням крапки перелому кон'юнктурної тенденції (перехід від

	«ринку биків» до «ринку медведів», і навпаки)
7. Обґрунтування наказів брокеру і прийняття рішення.	Визначаються типи наказів брокеру: лімітний або ринковий, які зумовлюють суми трансакційних втрат (витрати на управління портфелем та брокерське обслуговування) Лімітний визначає рівень лімітної ціни, за якою необхідно здійснити операцію. Ринковий залежить від рівня ринкової ціни фінансового інструменту на визначену дату здійснення операції. (купити – за найменшою ціною, продати за найвищою ціною)

Складність оперативного управління портфелем фінансових інвестицій визначає необхідність широкого використання в цьому процесі сучасних комп'ютерних технологій. Програмні продукти, пов'язані з використанням таких технологій, повинні забезпечувати моніторинг основних параметрів окремих фінансових інструментів і портфеля фінансових інвестицій в цілому, визначати напрями і строки реструктуризації портфеля за основними видами і різновидами фінансових інструментів, формувати найбільш ефективні альтернативні проекти наказів брокеру на здійснення необхідних угод.

Питання для перевірки знань

Що розуміють під інвестиційним портфелем підприємства?

Які основні цілі його формування?

Охарактеризуйте типи інвестиційних портфелів.

Що розглядає сучасна портфельна теорія?

Які основні етапи формування політики фінансових інвестицій підприємства?

Що таке оперативне управління реструктуризацією портфелю фінансових інвестицій?

Які його основні етапи?

Рекомендована література для вивчення теми: [1, 7, 8, 12, 13, 17, 19, 21-23, 27-29, 32, 37, 38, 39]

ПЕРЕЛІК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

Основні

1. Закон України «Про інвестиційну діяльність» від 18.09.91 р.

2. Декрет КМ України «Про режим іноземного інвестування» від20.05.93 р. № 55-93.

3. Указ Президента України «Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії» від 19.02.94 р. № 55/94.

4. Закон України «Про цінні папери та фондову біржу» від 18.06.91 р.

5. Про банки та банківську діяльність: Закон України від 20.03.91 р. // Нові закони України. 1991.

6. Закон України «Про інноваційну діяльність» //Відомості Верховної Ради України. – 2002. – № 36

7. Бланк І.О. Інвестиційний менеджмент. – Київ: Ніка-Центр, Ельга, 2006. – 320с.

8. Інвестування: підручник/ В.М. Гриньова, В.О. Коюда, Т.І. Лепейко, О.П. Коюда.-К.: Знання,2008.– 452с.

Додаткові

9. Майорова Т.В. Інвестиційна діяльність: підручник для ВНЗ/ Т.В. Майорова; Київ. нац. екон. ун-т ім. В.Гетьмана.-К.: ЦУЛ,2009.– 472с.

10. Щелкунов В.І., Жаворонкова Г.В., Новак В.О. Корпоративне управління в Україні: стратегія, інновації, інвестиції. Монографія. – К.: НВП, Видавництво «Наукова думка», НАН України, 2008. – 415 с.

11. Дука Анастасія Петрівна Теорія та практика інвестиційної діяльності. Інвестування: навчальний посібник для ВНЗ/ А.П. Дука.-2-ге вид.-К.: Каравела,2008.– 432с.

12. Лігоненко Л.О., Гуляєва Н.М., Гринюк Н.А. та інш. Фінанси підприємства: Підручник: – К.: КНТЕУ, 2007. – 491 с.

13. Правик Ю.М. Інвестиційний менеджмент: навч. посіб. / Ю.М. Правик. – К.: Знання, 2007.

14. Тян Р.Б, Холод Б.І., Ткаченко В.А Управління проектами; Підручник К.: ЦНЛ, 2003. – 221с.

15. Македон В.В. Бізнес-планування: навч. пос. – Д.: Вид-во ДУЕП; К.: Центр учбової літератури, 2009. – 236 с.

16. Кіріченко О.А. Інвестиційний бізнес в Україні. Підручник. К.; Дорадо.2008.-280с.

17. Фінансова стратегія підприємства: Опорний конспект лекцій / Уклад.: І.О. Бланк, Г.В Ситник – К.: КНТЕУ, 2007. – 78 с.

18. Борщ Л. М. Інвестування: теорія і практика. Навчальний посібник / Л. М. Борщ, С. В. Герасимова. –[2-ге вид., перероб. і доп.]. – К.: Знання, 2007. – 685 с.

19. Вовченко О.Л. Інвестиції: економічна сутність та форми // Фінанси та кредит. – 2008. – №6

20. Михайлова Л.І. Інноваційний менеджмент. Навч. посіб. К.ЦНЛ, 2007.

– 247с..

21.Бланк И.А. Управление формированием капитала – К.: Ника-Центр: Эльга, 2000.

22.Ковалев В.В. Управление финансами. – М.: ФБК-ПРЕСС, 1998

23.Ли Ч., Финнерти Д. Финансы корпораций: теория, методы и практика: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000

24.Лобанова Е.Н., Лимитовский М.А. Финансовый менеджер. – М.: ДЕКА, 2000.

25.Шапиро В.Д. и др. Управление проектами. – С.-Пб: Два Три, 1993.

26.Самуэльсон П. Экономика: В 2 т.: Пер. с англ. – М.: НПО "АЛГОН": ВНИИСИ, 1992.

27.Венчурное финансирование: теория и практика / Под ред. Н.М. Фонштейна, А.М. Балабана. – М.: АНХ: Центр коммерционализации технологий, 1998.

28.Килячков А.А., Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. – М.: Юристь, 2000.

29.Загородній А.Г, Вознюк Г.Л., Партин Г.О. Інвестиційний словник: навч.посіб Л.:Бескит Біт, 2005. -512с.

30.Рэдхэд К., Хьюз С. Управление финансовыми рисками: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1996.

31.Скотт М. Факторы стоимости: Руководство для менеджеров по выявлению рычагов по созданию стоимости: Пер. с англ. – М.: ЗАО "Олимп-Бизнес", 2000.

32.Фольмут Х. Инструменты контроллинга от А до Я: Пер. с нем. – М.: Финансы и статистика, 1998.

33.Хоминич Н.П. Финансовая стратегия компании. – М.: Рос. экон. акад., 1998.

34.Шим Д., Сигел Д. Методы управления стоимостью и анализа затрат: Пер. с англ. – М.: ФИЛИНІ, 1996.

35.Шим Д., Сигел Д. Основи коммерческого бюджетирования: Пер. с англ. – СПб.: Пергамент, 1998.

36.Кучеренко В.Р., Карпов В.А Бізнес-планування фірми: Навч. посіб. К.: Знання, 2006. – 423с

37.Михайлова Л.І. Інноваційний менеджмент. Навч. посіб. К.ЦНЛ, 2007. – 247с.

38.Теченко І.Ю. Економічні ризики Навч. посіб.-К.2004.-298с.

39.Бочаров В. В. Инвестиционный менеджмент. – СПб: Питер, 2000 -. (краткий курс). – С.101-102, 134-135

40. Майорова Г.В. Інвестиційна діяльність: Навч. посіб. – К.: ЦУЛ, 2004.

Навчальне видання

Укладачі
ПІЧУГІНА ТЕТЯНА СЕРГІЇВНА
БОРИСОВА ОКСАНА ВАСИЛІВНА

ІНВЕСТИЦІЙНИЙ МЕНЕДЖМЕНТ

У авторській редакції

Свідотство про внесення суб'єкта видавничої справи до Державного реєстру видавців, виготівників і розповсюджувачів видавничої продукції
серія ___ №_____ від _____

Підп. до друку_____. Формат 60 х 84$^{1/|6}$. Папір офсет. Друк офсет. Умов. друк. арк. 20,7 Обл.-вид. арк. 19,4 Тираж 100 прим. Замов. № _____

Харківський державний університет харчування та торгівлі
61051 Харків -51, вул. Клочківська, 333.

ДОД ХДУХТ. 61051 Харків – 51, вул.. Клочківська, 333.